

ゼロ金利制約下におけるリフレーション政策論議

—日銀は何を行い何を行わなかったか—

田 中 隆 之

(略目次)

はじめに

第1章 ゼロ金利制約下におけるさらなる金融緩和論議

- 1 伝統的金融政策の波及経路(トランスミッション・メカニズム)と「ゼロ金利制約」
- 2 ゼロ金利制約下の追加的緩和諸議論(1)——名目長期金利の低下をはかる
- 3 ゼロ金利制約下の追加的緩和諸議論(2)——人為的にインフレを引き起こし実質長期金利の低下をはかる
- 4 この時期におけるインフレターゲット論の性格について

第2章 リフレーション政策論争の展開

- 1 名目長期金利の低下をはかる政策の効果をめぐる議論
- 2 人為的インフレ政策の実効性と適切性をめぐる議論
- 3 人為的インフレ政策の背景にある、デフレの捉え方をめぐる議論

第3章 日銀は何を行い何を行わなかったか——ゼロ金利制約下における日銀の金融政策の概要

- 1 日銀による「異例の」金融政策
- 2 日銀は何を行い何を行わなかったか

終章 ゼロ金利制約下における金融政策の評価

- 1 効果に関する評価
- 2 伝統的金融政策の枠内を大きく逸脱しなかったことの評価

はじめに

2006年3月、量的緩和政策が解除されてゼロ金利政策に移行した。同7月には、そのゼロ金利政策も解除された。インターバンク金利をゼロ%まで低下させ、市中銀行に巨額の超過準備を発生させるという、異例の超金

融緩和政策は、5年ぶりにようやく終わりを告げた。

その背景には、緩やかながらも持続した景気の回復と、デフレーションの終息がある。すなわち、2005年1～3月期から直近の06年7～9月期までの実質GDP成長率（前期比年率換算）の平均は3.3%であり、潜在成長率とみられる2.0～2.5%を上回っている。全国消費者物価指数上昇率（除く生鮮食品・前年同月比）は06年6月以降プラスが続いているが、これは1998年春以来のことである（同年12月現在）。

しかし、こうした環境好転の主因を、この間にとられた一連の金融政策に求める見解は少ない。それは、むしろアメリカ経済や中国をはじめとするアジア経済の持続的な拡張、不良債権処理の進展、それと表裏をなす企業の過剰債務のゆるやかな解消、雇用の流動化・財政赤字・社会保障危機への過度の不安が一服したことによるコンフィデンスの回復、などなどによって「自然治癒」的に好転してきたかの様相を呈している。量的緩和政策は、それらの動きを下支えする「必要条件」としての役割を果たしはしたが、めざましい景気浮揚やデフレ軽減の効果を上げることはできなかった。

そのため、量的緩和政策がとられた約5年の間、それを超える金融緩和効果を得るために、さまざまな追加的措置を提案する政策論議が戦わされた。すなわち、ゼロ金利制約下における追加的金融緩和策（リフレーション政策）の論議である。

本稿では、この間主張された量的緩和政策を超える金融政策につき、その内容とそれをめぐる議論を整理し、実際に日銀が行った金融政策はこれらとの関係でいかなるものだったのかを明らかにした上で、その評価を行おうと試みた。すなわち、第1章で、この間のリフレ政策論議を振り返って、そのエレメントを整理し、第2章では、それを柱にして実際に戦わされた議論を、論点を明確にする形で整理した。第3章で、日銀が実際に行った金融緩和政策の検討を行った。つまり、上の政策論議に照らして、日

銀は今次何を行い、何を行わなかったかを明らかにした。以上の考察を踏まえることにより、終章では、今次の日銀が行った金融政策の評価を行った。

第1章 ゼロ金利制約下におけるさらなる金融緩和論議

量的緩和政策においてもゼロ金利政策においても、インターバンク金利、すなわち無担保コール翌日物金利は、ゼロ%に貼りついている。金利はマイナスにはなりえないからであり、それ以上金利を低下させることはできない。したがって、そのような状況下でより明瞭な金融緩和効果を得るために、日銀がどのような追加手段をとるべきかにつき様々な主張が行われ、それへの反論も行われてきた。とりわけこの論議が激しかったのは、日銀が量的緩和政策に踏み込んだ2001年3月から、景気の足取りがしっかりせず、またデフレ脱却の展望が得られなかった2003年ごろまでの間のことであった。

本章では、この間主張された、さらなる緩和効果を得るための政策手段を整理してみよう。

1 伝統的金融政策の波及経路（トランスミッション・メカニズム）と「ゼロ金利制約」

整理を行う前に、「ゼロ金利制約」の意味をはっきりさせるために、伝統的金融政策、すなわち「平時」における金融政策の波及経路についての標準的理解をみておこう。

具合が悪い IS-LM 分析による説明

一般に、総需要調整策としての財政金融政策の効果を説明するために、IS-LM 分析の枠組みが使われる。そこでは、LM 曲線の右シフトが、金利

の低下と所得の増大をもたらすと説明される。その際、LM 曲線の右シフトは、マネーサプライの増加によって引き起こされるものとされる。したがって、このようなナイーブな金融緩和政策の効果の説明の中には、

マネーサプライの供給増→金利の低下→設備投資の増加（景気浮揚）
という金融緩和の波及経路がインプライされているといえよう。やや詳細に言えば、貨幣供給の増加により、貨幣市場の均衡をもたらす全ての所得と金利の組合わせにおいて、金利が低下する（LM 曲線の右・下方シフト）。財市場の均衡をもたらす所得と金利の組合わせは変わらないが、その組合わせはより高い所得にはより低い金利が見合う格好になっている（右下がりの IS 曲線）。だから、両市場を均衡させる組合わせは、金利の低下と所得の上昇を示す組合わせである——ということになる。いずれにしても、マネーサプライの供給増（貨幣供給の増加）が出発点になっている。

この説明は、財政政策と金融政策の違いや、両者のポリシーミックスを説明する場合には便利だが、インターバンク金利がゼロに貼りついた異常時のみならず、「平時」の金融政策の伝達経路を説明する場合にも、きわめて具合が悪いものである。なぜなら、

- ① マネーサプライの供給は、中央銀行によってコントロールできる場合とできない場合がある（マネーサプライの供給量を決定するのは市中銀行の行動であり、中央銀行の政策はそれに影響を与えることができるだけである）
- ② 金融緩和は、実際は、中央銀行によるベースマネーの供給増が出発点であり、それを受けてインターバンク金利が低下し、さらにその変化を受けてマネーサプライも増加する（しないときもある）と考えられるが、IS-LM 分析ではマネーサプライの増加が出発点になっている（ベースマネーの供給増とインターバンク金利の低下というプロセスが抜け落ちている）

からである。金融政策をめぐる議論を混乱させる一つの原因は、ここにあると考えられる。

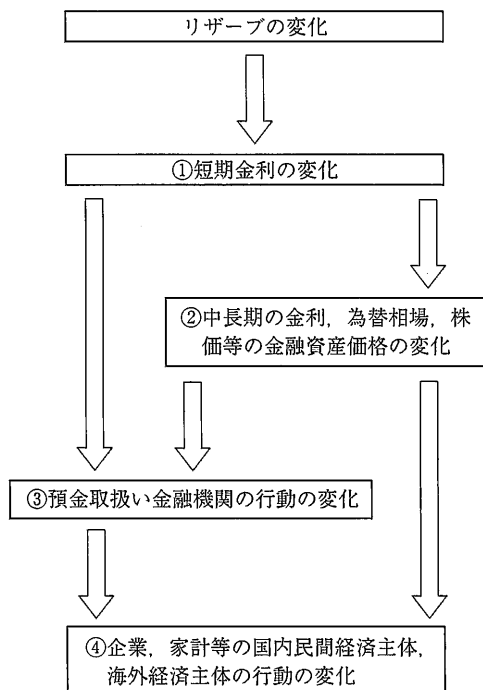
伝統的金融政策の波及経路に関する標準的理解

そこで、このような説明を離れ、現実の金融政策の伝達経路をより正確に示そうとすると、次のようになろう（この整理は、岩田 [1999]（第9章）を参考にした¹⁾）。

- ① 日銀が債券・手形の買いオペや貸出を行うことによって、市中銀行の準備（日銀当座預金）が増加すると、日銀当座預金の貸借金利であるインターバンク金利（コール・手形金利）が低下する²⁾。裁定により、オープン市場の短期金利（CD・CP・現先金利）も低下する。
- ② 短期金利の低下は、市場における裁定により、中長期金利（有価証券利回りを含む）を低下させる³⁾。
- ③ 短期金利の低下は、銀行（預金取扱金融機関）が貸出（や有価証券投資）をする際のコストの低下につながるので⁴⁾、銀行は貸出（や有価証券投資）を増やし、貸出金利（や有価証券利回り）は低下する。これと同時に、マネーサプライが増加する。
- ④ 銀行の短期貸出金利や市場の中長期金利が低下すれば、企業などの経済主体は投資を増加させ（短期貸出金利が在庫投資を、中長期金利が設備投資を誘発する）、景気は好転する。

ただし、ここで注意しなければならないのは、上記①、②、③は、ほとんど同時に起きる現象であると考えられる点である。白川 [2002a] は、上とほぼ同じ整理⁵⁾を示したうえで、図表1を示しているが、その注で敢えて「本図のような表現は一般均衡理論的に考えると、若干ミスリーディングであるかもしれない。例えば、①が生じて、②、③が全く生じていないということは考えられず、実際には①、②、③は程度は別にして同時に起こる現象である。その意味で、本図トランスミッション・メカニズム

図表1 金融政策の標準的なトランスミッション・メカニズム



(原注) 本図のような表現は一般均衡理論的に考えると、若干ミスリーディングであるかもしれない。例えば、①が生じて、②、③が全く生じていないということは考えられず、実際には、①、②、③は程度は別にして同時に起こる現象である。その意味で、本図はトランスミッション・メカニズムを理解するために、あえて図式的に表現したものである。

(資料) 白川 [2002] 図4-1 (p162) をそのまま引用。

を理解するために、あえて図式的に表現したものである」と述べている。なお、同書は、このような伝統的金融政策のトランスミッション・メカニズムの理解に関し、同書が「標準的と考える理論」はFRB [1994] に記述されており、ECB [2001]、BOE [1999] にも同様の記述があるとして、とりわけ「リザーブ（準備—筆者注）の変化とそれによって引き起こされる短期金利の変化」がその出発点であることを強調している。

したがって、以上のような理解を、伝統的金融政策の波及経路に関する

標準的理解と考えていいであろう。したがって、白川〔2002〕の先の指摘によればいささかミスリーディングであるかもしれないが、便宜上この伝達経路を次のように整理しておこう。

- ①：準備の増加→短期金利の低下
- ②：①→中長期金利の低下，金融資産価格の上昇
- ③：①，②→預金取扱金融機関による貸出・有価証券投資の増加
- ④：③→企業など経済主体の投資拡大

さて，ゼロ金利政策ないし量的緩和政策の下で，無担保コール翌日物金利がゼロ％に貼りついた状況では，上記の金融政策の波及経路において，①が作用しない状況に追い込まれることになる。これが「ゼロ金利制約」の意味である。そして，その下でそれを超える緩和効果を得るために提案されたさまざまな追加的措置は，①の経路が絶たれた時点で，どのように②，あるいは③，④を引き起こすか，という議論であったといえることができる。

2 ゼロ金利制約下の追加的緩和諸議論(1)——名目長期金利の低下をはかる

以上の確認を前提に，この時期における追加的緩和論を整理してみよう。この間の主張には様々なものがあり，論者によって少しずつその内容を異にしていた。例えば，ある論者は，金融緩和の政策手段としてAという方法と同時にBという方法も主張し，別の論者はこれに対しAのみを主張してBには消極的であり，さらに第3の論者はAに併せてCを主張する，という具合だ。したがって，ここでは，誰がどのような主張を行ったか，という整理の仕方をとらずに，各論者の主張に含まれるエレメント（以上の例におけるA，B，C，……）を整理する，という方法をとることにした。

追加的緩和論議の2つのタイプ

このようなエレメントとしての政策は、大きく2つのタイプに分けることができる。第1は、短期金利の低下がありえない状況下において、なんとか長期金利の一層の低下を引き起こすことによって、金融緩和の効果を得ようとする政策である（これを本稿ではタイプAとする）。第2は、人為的インフレーションを引き起こすことで実質長期金利の低下を引き起こし、それによって景気の浮揚を狙う政策である（タイプB）。両者は、実際の手段は重なる部分も大きいし、現実には追加的金融緩和策として主張される際には、その手段を提示しながら2つの道筋を特に分けずに行われる場合も多かった。しかし、論者によっては、はっきりとこの2つの政策波及経路を分けて主張している。例えば、後述するように、クルーグマンは第1の効果にはもはや全く期待をかけない。もっぱら第2の効果を念頭において議論を展開している。深尾 [2002]、岩田 [2003] もデフレからの脱却、ということを前提に金融政策の効果を議論している。したがって、追加的緩和の議論をとりあえずこのように分類してみることは有用である。

なお、この2つ以外にも、ゼロ金利制約下での緩和手段を提起したものとして、文字通りマイナスの金利を政策的に実現するべきだ、という主張もなされた。しかし、実現可能性に疑問点が多いことから、ここでは割愛した⁶。

本節では、タイプAの政策、すなわち長期金利の一層の低下を引き起こすことによって、金融緩和の効果を得ようとする政策をみていこう。ゼロ金利政策ないし量的緩和政策の下で、金利が「ゼロ」になっているのはコール金利である。しかし、設備投資の増加を通してGDPの増加（景気の浮揚）に影響を及ぼすのは長期金利であり、これはゼロ%に貼りついてゐるわけではない。コールレートがゼロ%であっても、時々[・]の[・]経済情勢（期待、リスクプレミアムなど）によって長期金利は変動している。つまり、その情勢に影響を与えることにより、まだ低下の余地がある（すなわ

ち国債という資産の価格に上昇の余地がある)。また、同様に同じゼロ金利の下でも株価、地価などの資産価格は変動しており、上昇の余地がある。したがって、何らかの手段で経済情勢に働きかけることにより、長期金利をさらに低下させよう（資産価格を上昇させよう）、というのがこのタイプの緩和論である。

政策コミットメントによる「時間軸効果」(A-1)

タイプAの政策は、さらに3つのサブ・タイプに分けることができる。これは、植田 [2005] (p30~34) が Bernanke and Reinhart [2004] (p85) を援用して行った「ゼロ金利下での一段の金融緩和政策」の分類に依拠している。

第1は、政策コミットメントによる「時間軸効果」を狙ったものである(タイプA-1)。長期金利は、いわゆる金利の期間構成に関する純粋期待仮説に基づけば、現在から将来にかけての短期金利の予想値の平均に等しくなる⁷。したがって、現在の(名目)短期金利がゼロ%に達してそれ以上の引下げが不可能であったとしても、将来の短期金利がゼロ%をキープする期間が長くなるという期待が生じれば、長期金利は低下する。したがって、「〇〇までは、短期金利をゼロ%に維持する」という政策コミットメントを行うことにより、市場の金融政策に関する予想を形成し、長期金利の水準を引き下げることができる。

日銀が、量的緩和政策の時期において行ったのは、まさにこれであった。日銀は、量的緩和政策を採用した際に、「新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする」というコミットメントを行なった(後述)。これは、この物価指標の上昇率のマイナス基調が当面続くと市場が理解すれば長期金利を低下させ、すぐにもプラス基調に転じると理解すれば上昇させる効果を持つはずだ。

なお、植田 [2005] は (また Bernanke and Reinhart [2004] も), そもそも金融政策のタイプを A と B とに分けて論じていないので, この A-1 タイプの金融緩和策を後述する B-1 と一緒に論じている。そして, 同氏はここで, 筆者が B-1 として分類した金融政策の説明を行っている。しかし, 政策コミットメントによる「時間軸効果」は, 「その 1」(A-1) と「その 2」(B-1) とに分けて考えるべきであろう。詳細は次節 3 に後述する。

日銀による特定資産購入 (A-2)

第 2 は, 日銀が特定の資産を大量に購入することで, 緩和効果を狙う (タイプ A-2)。ここで「特定の資産」とは, 日銀が通常の債券手形オペレーションでその対象とする手形や短期国債以外のものを指す。いわゆる非伝統的オペと呼ばれるものだ。短期金利がゼロ%になっても金利や期待収益率がゼロ%にならない資産, 典型的には長期国債や社債を日銀が買う (同時に短期国債を売却する)。市場に存在するこれら相対的に危険な資産と安全資産である短期国債の比率に影響を与えることによって, これら資産価格を動かす, つまり中長期金利を低下させようというものである。オペ対象資産のリスクプレミアムに影響を与えようという試みであるともいえる。

これは, 短期金利がゼロ%に達し, もはや低下の余地がないので, 通常の買いオペレーション (つまり短期国債の買入れ) に意味がなくなったことを受け, 長期国債を買い入れるオペレーションで長期金利の低下を促そうという考えに基づく。実際, 日銀は, 量的緩和導入時に, 「月 4 千億円ペースで行っている長期国債の買入れを増額する」というアナウンスメントを発し, 長期国債の買切りオペを直後に 6000 億円に増額し, その後段階的に 1 兆 2000 億円まで増額させた (第 3 章 1 に後述)。

しかし, このようなオペレーションが実効を伴うかどうかについては論

争があり、決着をみていないといえる⁸。このやり方では、日銀を含めた広義の政府が、それが発行する負債（マネーや短期国債）を、そうでない資産（長期国債や実物資産など）と交換することになるから、マネーと短期国債というゼロ金利下で似たようなものを交換している通常のオペを脱することも確かである（第2章1の論点2参照）。なお、この方法には、日銀のバランスシートが劣化する、という問題がある。

大量のベースマネー供給（A-3）

第3は、ゼロ金利の実現に必要となる以上にベースマネーを供給することにより、何らかの緩和効果を狙うものだ（タイプA-3）。中央銀行のバランスシート規模の拡張といってもいい。

これは、短期金利がゼロ%に達し、もはや低下の余地がない状況下においても、通常の買いオペレーション（つまり短期国債の買入れ）をひたすら続ける政策である。言い換えれば、金利がほぼゼロになってしまった短期国債とマネーとの交換を続ける政策であり、A-2よりも効果が薄いように思われる。しかし、とりあえず（a）ポートフォリオ・リバランス効果、（b）時間軸効果の補強（シグナル効果）、が見込まれる⁹。

（a）のポートフォリオ・リバランス効果は、民間金融機関が大量のベースマネー（準備）を手にするすることで、その一部を他の資産（上で見た「特定の資産」）に換えようとする動き、具体的には貸出・有価証券投資の増大を誘発する効果である。ベースマネーは金利を生まないが、貸出や有価証券投資は金利を生む。したがって、低金利下では当然にこの効果は起こりにくいし、有望な投資先がない場合（資金需要の停滞）や金融システム不安（金融機関のリスクテイク能力低下）が生じている場合にも起こりにくい。しかし、「特定の資産」のリターンがゼロ%でない限り、ベースマネーの量をひたすら増やし続ければ、幾分かでもこの効果が得られるはずだ、と考える。

(b) の時間軸効果の補強は、中央銀行が大量のベースマネーの供給を行うことで、日銀が A-1 の政策を真剣に進めるであろうという市場の認識を醸成する効果である。これをシグナル効果と呼ぶ論者もある。ベースマネーの残高が大きければ大きいほど、ゼロ金利（短期金利＝0%）の解除までに時間を要することになるから、将来の短期金利がゼロ%をキープする期間が長くなるという期待が補強される（第2章1の論点1参照）。

3 ゼロ金利制約下の追加的緩和諸議論(2)——人為的にインフレを引き起こし実質長期金利の低下をはかる

人為的インフレーション政策の背景

第2のタイプ、すなわちタイプBは、人為的インフレーションを引き起こすことで実質長期金利の低下を引き起こそうとする政策である。改めて言うまでもないが、

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率}$$

である。ここで企業が設備投資の判断に使うのは実質金利だ。だから、名目金利がそれ以上低下しないゼロ金利制約に直面したとしても、景気を実際に左右する実質金利を低下させることができれば、金融緩和の効果を得ることができる。それには、期待インフレ率を上昇させればいい、と考えるのである。

このように、この人為的インフレ政策の第1の目的は、まず実質長期金利の低下をはかるという点にある。（実質）金利を下げることで、総需要調整策としての金融政策における緩和効果を引き出そうとするチャンネルである。しかし、この政策は、同時にそれとは別のチャンネルから、日本経済を低迷から脱却させる、ないし日本経済の問題を解決する手段ともなりうる。

すなわち、それは第2に、資産価格を上昇させる、ないしは資産デフレに歯止めをかけるチャンネルを形成する。一般物価の持続的上昇であるイン

フレが起これば、当然に（名目）資産価格も上昇する。株価、地価の上昇は、不良債権問題になやむ借手企業や貸手の銀行にとって干天の慈雨に違いない。先に見たポートフォリオ・リバランス効果が現れない一つの原因が、不良債権問題に端を発する企業のバランスシート問題であったり、銀行のリスクテイク能力低下であったりしたのだとすれば、このルートから、銀行の貸出や有価証券投資が増加することにもなる。なお、以上と同じことだが、インフレが起きれば負債の実質価値が低下する。それは、いわゆるデフレによるデット・デフレーションを断ち切ることにもなる。

第3には、インフレが起きれば、政府債務の実質価値も低下するから、財政再建にはプラスの効果をもたらす。したがって、この側面から、この政策を支持する立場もあるだろう。「調整インフレ」という言葉には、物価の調整によって財政赤字の問題を解消するというニュアンスが強いが、まさにその意味でこの政策が主張されうる。

ただし、ゼロ金利制約下のさらなる緩和論議において、学者を中心とする議論のなかでは、第2、第3の問題解決チャネルは、あまり明示的に意識されてこなかったといっている。あくまでも、実質金利を低下させることを通じての景気刺激効果が議論されたのだといえる。

インフレに関する独立的期待形成（B-1）

タイプBの政策も、さらに3つのサブ・タイプに分けることができる。

第1は、インフレに関する独立的な期待形成を狙うものである（タイプB-1）。これは、政策コミットメントを行い、「時間軸効果」を介在させる点でA-1に似ているから、時間軸効果の拡張であり、「時間軸効果その2」であるといってもいいかもしれない。しかし、A-1においてその目的が名目長期金利の低下であるのに対し、この政策の目的はインフレによる実質金利の低下であって、両者の性格は大きく異なっている。

この主張を初めて行ったのが、Krugman [1998a] である。そこでは、

将来の金融政策を通常よりも緩和的に運営するというコミットメントを中央銀行が行うことによって、将来の物価水準の上昇期待、すなわちインフレ期待が醸成されると考えられている。「必要なのは、経済が拡大して価格が上がり始めたときにも金利を上げないという約束だけだ」（訳は山形浩生、以下同じ）（p180）。

なぜ、中央銀行がそのような約束をするだけで、インフレ期待が生じるのだろうか。それは、将来、景気が回復した時（流動性の罍から脱却した時）に、ベースマネーを増加させると（マネーサプライも増加し）物価は上昇するはずだから、その時点でのベースマネーの大量供給をいま約束することで期待インフレ率が上昇する、と考えられるからである。さらに、このことをベースマネーではなく金利で表現すると、「流動性の罍を脱した後の金利水準を、通常よりも低めで推移させるという約束を今することによって将来の物価水準の期待値を上げるという政策」になる（植田〔2006〕 p79）¹⁰。

つまり、景気がよくなってインフレ率も上がり、通常の中央銀行ならば金利を上げる情勢になっても金利を上げない（インフレを容認する）というコミットメントを行い、それを市場が信じれば、インフレ期待が発生すると考える¹¹。A-1での政策のコミットメントは、単に短期金利を長期間低位に据え置くことがその内容であり、その結果としての長期金利の低下が景気を刺激するものであって、インフレを引き起こすことに主眼はない。

このクルーグマンの主張で重要なのは、次の3点である。第1は、この政策が実効性を持つには、経済が将来いずれかの時点で流動性の罍から脱却する（景気が何らかの要因で回復する）ことが前提となっている点である。とすれば、流動性の罍が無限に続いたら、いつまでたってもインフレ期待は起きないことになるから、この政策は無効である。だが、この点は、植田〔2006〕のように解釈するとクリアできそうだ。流動性の罍に陥った

経済が、未来永劫そのままだという可能性はむしろ低い。「何年、何十年かのうちには新しい投資機会が生まれるかもしれない」し、「外国から特需が発生するかもしれない」からである。「将来のどこかで経済は流動性の罠から脱出するだろう」し、「理論上はその確率がゼロでなければ十分である」ということになる (p78)。

第2に、この政策は、中央銀行がインフレの抑制に無責任になること、言い換えれば中央銀行がその使命である「通貨の番人」としての役割を放棄することを、市場が信じることによって可能となる点だ。Krugman [1998a] は、この点を「もし中央銀行が、可能な限りの手を使ってインフレを実現すると信用できる形で約束できて、さらにインフレが起きてもそれを歓迎すると信用できる形で約束すれば、…… (中略) ……インフレ期待を増大することができる」と述べている (p180)。さらに別の箇所では、より直截に「もし中央銀行が「無責任になることを信用できる形で約束」できるなら」という表現を使っている (p161)。

第3に、中央銀行がこのコミットメントを行う具体的な方法として、インフレ目標の設定が位置づけられる。そして、その場合にインフレ目標は、中央銀行がインフレが起きることに対し「十分に無責任である」ことを示すものでなければならない。そこで、Krugman [1998a] は「ちょっと余裕を見て、4%を15年間」という目標を提示している (p181)。

インフレ目標が高めでなければならない点は、次のように考えることもできよう。例えば、来年確実に10%を超えるインフレが起これとわかっていれば、車の買換え時期を来年迎える家計は、購入を今年に前倒しするだろう。このような買い急ぎが、需給を逼迫させインフレを引き起こす。しかし1~3%といったマイルドなインフレでは誰も買い急がない。企業における設備投資の場合も同じことだ (田中 [2002] p229)。

ところで、Krugman [1998a] はこのかなり高めの目標を提示して見せた箇所で、括弧書きで「経済が過熱してきたら、名目金利を上げればすむ

話だ——インフレ目標さえ守られれば」と付言している。要するに、インフレが高進しそうになったら金融引締めで対処すればいいという考えだ。

この点に付随して、ここで2つの問題が生じる。1つは、発生した高インフレを、たやすく克服できるかどうかである。言い換えれば、1～3%の「ちょうどいい」インフレの達成が容易であるかどうかだ。これに対しては、インフレターゲットに上限を設定することで容易に抑制することができる、とする見解もかなりあるようだ。しかし、仮に、当初高めのインフレ目標（たとえば10%）を設定しておき、期待が形成されてインフレが起き始めた時点で、今度は1～3%程度の「ちょうどいい」インフレ目標の足かせをはめて、インフレを抑えるという戦略を想定するのであれば、これはうまく作用しないだろう。というのは、そのような政策変更の道筋が（つまりこの戦略そのものが）あらかじめはっきりしている場合、政策の時間非整合性（time inconsistency）の問題が発生するからである。はじめから中央銀行が高インフレを容認するはずがない、とわかっていれば、インフレは起きない理屈だ。この点の指摘は従来あまり行われてこなかったように思われるが、田中 [2002] (p229)・[2004] (p197),そして植田 [2006] (p191)にみられる。

要するに、高めのインフレ目標を設定し、中央銀行が通常ならば容認するはずのない高インフレを容認する（「通貨の番人」としての責任を放棄する）という期待が生じ、その期待どおりに中央銀行が高インフレを実際に容認してはじめてこの政策は奏功する（約束を反故にした場合、次回からこの政策は使えない）。ということは、この政策のもとでは、実際に高インフレが発生するか、インフレは全く発生しないかどちらかである。

そこで、2つめの問題として、そのような高インフレが長期に継続する状況が、デフレからの脱却の代償として、はたして望ましいといえるかどうか、である。これは、現状のデフレがどれほど深刻か、という認識に関わる問題であり、理論的、先験的に判断の下せる問題ではない（第3章論

点6，8参照)。

さて，この政策は，以上のようなインフレ目標設定をその手段としているが，B-1だけではインフレは起きないとみて，インフレ目標設定を行ったうえで（つまりB-1に加え），次に見るB-2またはB-3を併用すべきだとする主張も多くなされた。

日銀のリスク資産購入によるインフレ喚起（B-2）

第2は，日銀によるリスク資産の購入により，インフレを引き起こそうとするものだ（タイプB-2）。これは，A-2における「特定の資産を大量に購入」することと，具体的手段は共通である。しかし，目標がインフレを引き起こすことである点で異なっている。

もっとも，これには2つの考え方があるように思われる。1つには，日銀が，特定の資産，すなわちA-2同様に通常のオペ対象外の資産（よりリスクの高い資産）を買うことにより，日銀のバランスシートが悪化する懸念が生じ，それが日銀がインフレ抑制に無責任になるという市場の憶測を生む。したがって，高めのインフレ目標の設定を行うB-1に加え，この政策（B-2）の併用が主張される。

2つ目の考え方としては，リスク資産の中でも実物資産に近い資産を日銀が買うことに，それ以上の意味を見出すものである。ここで，実物資産に近い資産としては，株式投資信託（とりわけ株価指数連動型のETFなど）や不動産投資信託（REIT）が想定されている。深尾 [2002] は，「民間部門がデフレのもとで，資産運用を実物資産から政府が保証している金融資産にシフトさせることでデフレが悪化しているのであるから，日銀が優良な実物資産を大量に購入してその代わりにベースマネーを供給することにより，民間の金融資産需要を飽和させてしまうことが考えられる」（p73）と述べている。つまり，まずデフレの原因を，民間部門の資産運用が，実物資産からベースマネーおよび長期国債を含む政府部門の負債

(金融資産)にシフトしていることにあると考える。その下で、日銀が実物資産を大量に買えば、民間部門の資産構成において実物資産が減少しゼロ金利の金融資産が増大するため、「ゼロ金利の金融資産が単なる紙切れであることを認識すれば、金融資産から実物資産へのシフトが発生し、不動産や株式などの実物資産価格は上昇に転ずる」(同)。これにより、「一般物価に対する期待インフレ率も上昇」(同)すると考える。

この考え方では、日銀が飽くまで優良な実物資産を買い入れることが想定されており¹²、その意味では、1つ目の考え方のように、日銀のバランスシートの悪化によるインフレの喚起という道筋を考えるものではない。なお、実際にこの政策を取る場合には、①法改正により、日銀のオペ対象を債券からすべての有価証券に広げること、②REITの残高が少ないため、日銀が厳しい適格条件を示して、それに合致するファンドを大量に組成させること、が必要である(深尾[2002] p73)。

もっとも、いかに優良とはいえ、実物資産を日銀が保有することはそのバランスシートの悪化をまねくと市場に捉えられる可能性が高い。また、実物資産は流動性が低いがゆえに、将来(デフレからの脱却時)に日銀がそれを売ってベースマネーを回収できなくなる、という憶測が市場で生まれることもあろう。であれば、それこそが日銀がインフレをコントロールできなくなるという期待、すなわちインフレ期待を生むのではないか、とも思われる。だとすれば、これも、1つ目の考え方を極端な形で示したものである、と考えることもできる。

ヘリコプターマネーによるインフレの喚起(B-3)

第3に、日銀が国債を購入する一方で政府が(同額の)国債を発行すること、そしてその国債収入を以って政府が公共投資や減税などの財政政策を展開することで、インフレを引き起こす方法が考えられる(タイプB-3)。

この方法は、いうまでもなく、現在は財政法5条で禁止されている国債の日銀引受と全く同じ効果を持つ。「現金を増刷して空から撒く」という、いわゆるヘリコプターマネーを現実に行おうとすると、実際にはこのような手段が取られることになる。これによれば、ゼロ金利制約下で、ベースマネーを増やしてもマネーサプライが増加しない、という状況下でも、マネーサプライを確実に増加させることができる¹³。日銀が国債をひたすら購入するという手段そのものはA-3と同じだが、「金利がほぼゼロになってしまった短期国債とマネーとの交換を続ける」というA-3の弱点からは完全に抜け出すことができる。

なお、日銀の購入する国債は、原理的には長期国債でも短期国債でもかまわないし、購入方法も必ずしもアウトライイト（買い切り）でなく、売り戻し条件付であっても、大量にロールオーバーする前提ならば構わないということになる。

ここで注目しておかなければならないのは、この方法が、すでに純粹の金融政策の領域を超えて、財政政策の世界に踏み込んでいることである。それは、2つのことを含意している。1つは、この政策が、公共事業や減税という財政政策を伴う点で、インフレの喚起だけでなく、直接に景気を拡大させる効果を伴う点である（IS曲線の右シフト）。2つには、この政策をとる場合には、当然に、日銀だけの判断ではなく、政府との連携が必要となる点である。

財政赤字が拡大するという問題があるが、財政再建が不可能なほどまでに拡大するとすれば、それこそがインフレ期待を生むことになる。つまり、国債の格付けが低下し、それを大量に持っている日銀のバランスシートの悪化が認識されて、日銀がインフレをコントロールできなくなるという期待が生じる。さらに、円の信認が揺らぎ、円安から輸入インフレが発生するルートもある。

実際にこの政策を提案する論者は少ない。たとえば、B-2を強く主張

する深尾 [2002] も、「財政赤字を大幅に拡大して政府の信用を決定的に傷つけるため」(p74) この政策に反対している。しかし、伊藤 [2003] は、インフレ目標と組み合わせることにより、この政策の採用を視野に入れるべきことを主張している (p39)。

4 この時期におけるインフレターゲット論の性格について

以上の主張のうち、B-1 は、政策コミットメントの一つの手段としてインフレ目標の設定を位置づけているし、B-2、B-3 も B-1 との併用のもとに主張されることが多かった。つまり、タイプ B における多くの議論は、緩和のための中心的な手段が異なっても、インフレ目標の設定という一点において共通である、という性格を持っていたといっている。多くの人為的インフレ論がインフレターゲット論と重なっていた。

しかし、そもそもインフレターゲット論それ自体は、アプリオリに金融緩和を主張する議論でも、また金融緩和の手段をめぐる議論でもない。それだけに、今回の論議の中で、追加的緩和策の採用をめぐる論議と、インフレ目標設定の是非をめぐる論議とが、重なって、議論をわかりにくいものにしてしまった。したがって、ここではこの点を整理しておこう。

そもそも、インフレターゲット論とは、金融政策の枠組み、つまり制度設計に関する議論である。それは、中央銀行にインフレ目標を設定させ、その目標を達成するよう政策を行わせるという非裁量（ルール）的枠組みを構築せよ、という議論である。そして、それまで諸外国で行われてきたインフレターゲット政策は、インフレに悩む国々の中央銀行に（例えば消費者物価上昇率 1～3% という）インフレ目標を掲げさせ、インフレ沈静（物価の安定）という政策目的達成において実効を上げることを狙ったものだった。

しかし、この同じインフレ目標設定の主張が、今回の日本のケースのようなデフレ下で行われると、（少なくとも目先は）人為的にインフレ喚起

の主張（調整インフレ論）をその内実に持つ主張とならざるを得ない。事実、この時期に主張されたタイプBの政策が、多くの場合インフレターゲットをその具体的手段としていたのは、上に見たとおりである。

つまり、この時期のインフレ目標設定論は、第1に金融政策の制度設計において金融政策の透明性とアカウンタビリティを向上させる手段としてのそれ（制度改革論）と、第2にデフレ下において人為的インフレを引き起こす手段としてのそれ（人為的インフレ政策論）という、2つの側面を持っていた¹⁴。

そして、それゆえに、人為的インフレ政策が主張される局面で、「現在世界の多くの中央銀行がインフレ目標を設定している。だから日銀もインフレ目標を設定すべきである」という制度改革のロジックが援用されるという混乱がしばしばみられた。制度改革論としてのインフレ目標は十分に議論の余地があるが、デフレ下における人為的インフレ政策には反対であるから、インフレ目標導入は是認できないという立場もあり得たのは当然のことである。

第2章 リフレーション政策論争の展開

第1章では、追加的緩和の方法を主張する様々な議論に含まれるエレメントを抽出して整理するという作業を行った。ここでは、実際の政策論争が、それらのエレメントを柱にして、どのように行われたかを整理してみよう。

立場を異にする多くの論者が入り乱れて実際に論争が行われる場では、上のどのエレメントを巡って議論しているかについて討論者間にコンセンサスがない場合も多く、そのために議論が混乱するケースが少なくなかった。とりわけ、本稿第1章で大きく分類したタイプAの政策の有効性を論じているのか、あるいはタイプBの政策の有効性を論じているのか、

の切り分けがはっきりしていない場合が多かったように思われる。また、当時の日本経済の現状の認識、なかでもデフレに関する認識の相違がタイプBの政策をめぐる論戦の背景にあり、議論の溝を深めたといえよう。

そこで、ここではこれら広範な論争を、3つの分野、8つの論点に分けて整理してみた。4つの分野とは、「名目金利の低下をはかる政策（タイプA政策）の効果をめぐるもの」「人為的インフレ政策（タイプB政策）の効果をめぐるもの」「デフレに関する認識をめぐるもの」である。なお、論争の主体について、1節においては「リフレ派」、反リフレ派」、2、3節においては「人為的インフレ派」、人為的インフレ反対派」、と標記した。

1 名目長期金利の低下をはかる政策の効果をめぐる議論

タイプA政策の効果をめぐる議論である。量的緩和政策がとられる前から議論が行われ、おおむね量的緩和政策実施1～2年後の時期まで続いた。第2章でみたように、量的緩和政策は、タイプAの政策をほぼ網羅的行ったものだった。したがって、量的緩和政策実施前に、そもそもこの政策に踏み込むこと自体に意味があるか、という議論があり、さらに実施直後には、この政策をどんどん推し進めることに意味があるのか、という議論が戦わされたのである。

論点1：量的緩和でマネーの伸びは高まるか

ゼロ金利の実現に必要な以上に大量のベースマネーを供給する政策（A-3）によって、マネーサプライが増えるかどうか、という論点である。つまり、民間金融機関が大量のベースマネー（準備）を手にすることで、その一部を他の資産に換えようとする、ポートフォリオ・リバランス効果が起きるかどうか、を論じるものだ。

ポートフォリオ・リバランス効果の限界 この論争の典型は、量的緩和政策採用後約1年を経過した時点で行われた、新保[2002]と白川[2002]によるそれであろう。新保[2002]は、「ベースマネーを増やしてもマネーサプライを増やす効果が全く働かなくなっている」のではなく、「効果が小さくなっている」だけなのだから、「もっとアクセルを深く踏むべきだ」と論じる(p113)。そして、ベースマネーの伸びを説明変数に持つマネーサプライ関数を推計し、その「有意性と係数が小さくなってはいるが、依然有意である」ことを示し¹⁵、量的緩和がマネーサプライを増やすという主張を実証的にも行っている。その背景として、マネーサプライが増えれば名目成長率は高まるとするマネタリスト的な考え方が示されている。

これに対し、白川[2002]は、1年間のゼロ金利下における日銀の政策運営の経験をもとに、準備の増加が、金融資産価格（長期国債、株式、為替）の動きに明確な影響を与えなかった事実、またマネーサプライ、および預金取扱金融機関の総資産の増加をも引き起していない事実を示している。金融機関は「貸出、株式を減少させる一方、国債をはじめとする債券投資を増加させて」いるが、それらの合計である総資産は増加していない（むしろ減っている）のである。

そもそも、このようなポートフォリオ・リバランス効果においては、短期国債の日銀への売却を通して膨大な準備（ベースマネー）を獲得した市中銀行が、金利ゼロの準備を、多少でも金利の発生する貸出や長期の有価証券買い入れに充てる、という道筋が考えられている。ここでその障害になるといわれてきたのが、不良債権問題に端を発する「金融機関の貸出機能の低下」であった。しかし、障害がそのようなリスク負担能力の低下だけであるなら、銀行はリスクフリーである長期国債を買うはずだ。

白川[2002]は、ゼロ金利下では、預金取扱金融機関が長期国債を含めた総資産を拡張させるインセンティブを持ちえないことを、次のように説

明している。すなわち、この時点で、すでに金融機関は、国債投資をかなり増加させており、これにオフバランスの金利スワップ取引も含めて、かなりの程度長期債投資を行っていた。したがって、「負担しているリスクの水準が自己資本との関係で過大であれば」それ以上のリスクをとることは、金融機関経営上難しい、というのである（p203）。ここにおける「リスク」とは、信用リスクではなく金利（上昇）リスクである点に注意を要する。

以上の説明を、筆者なりに敷衍すれば、次のようになる。確かに、金利の入ってこない準備を大量に抱えることになった銀行は、それを使って信用創造を行い、貸出や有価証券投資を行えば、金利収入を生む資産を積み上げることができる。しかも、準備に対し、法定準備率の逆数倍までの預金を創造し、それに見合う資産を積み上げることが可能である。たとえば、法定準備率の平均を1%とすれば、日本経済全体で30兆円の準備があったとすれば、3000兆円の預金（銀行の負債）を生み、それに見合うマネーサプライ（貨幣）が供給されることになる。

しかし、そのような資産の積み上げは、リスク管理の観点から、個々の銀行における自己資本の量との兼ね合いで制限を受けるはずである。つまり、信用創造によって、量的緩和で日銀が供給した準備に対し、法定準備率の逆数倍の預金が供給される（そしてそれに見合う資産が積み上がる）かという点、それ以前に、少なくとも貸出や株式・社債投資などリスクアセットの量は、自己資本の12.5倍（自己資本比率規制の8%逆数）に縛られる。また、リスクフリーである長期国債への投資も、金利上昇リスクの観点から自己資本の量に左右される。

実際にこの間、2004～05年の準備預金のピーク30兆円に対し、マネーサプライ（M2+CD）が700兆円程度であり、うち預金と準預金、CDの合計が630兆円、現金通貨70兆円程度であった。また、民間信用は500兆円弱だった。同時期の全国銀行（銀行勘定）の自己資本合計額は、25～30兆円

であったから、預金取扱金融機関のそれを40兆円程度とみると、12.5倍の500兆円が許容されるリスクアセットになる。これは民間信用の額とほぼ見合っている。

つまり、ポートフォリオ・リバランス効果に対する決定的な障害は、自己資本からの制限であったといっていいただろう。金融機関の自己資本が増加しないなか、日銀が闇雲に準備を供給しても、マネーは増加しない。これは、ベースマネーの増加がマネーサプライを増やす効果が、弱まったにせよ全くなくなったのではないならば、ベースマネーをとにかく大量に増やせばいい、とする議論に対する、究極の反論になりうる。以上の点は、これまで十分に指摘されてこなかったように思われる。

マネタリスト的思考の問題点 ポートフォリオ・リバランス効果を考える上で、見落としてはならないのが金利の動きである。短期金利がゼロに貼りついたゼロ金利制約下では、同効果が機能するためには長期金利の動きが重要になる。

ゼロ金利の実現に必要となる以上にベースマネーを供給するという政策は、トランスマッション経路（第1章1）の①（短期金利の低下）が断たれたなかで、いわば③（預金取扱金融機関の貸出・有価証券投資の増加）に直接働きかける政策といっているが、それは同時に②（中長期金利の低下、金融資産価格の上昇）を伴う。白川〔2002a〕の指摘のとおり、この場合の②、③は「同時に起こる現象」と考えられる。したがって、第1章では、この政策をA-3、すなわち長期金利の一層の低下を促す手段に分類した。

ところで、この政策に効果があると主張する論者、特にマネタリストは、ここで、長期金利が低下するかどうかではなく、もっぱら、マネーサプライが増えるかどうか、に注目していたように思われる。そして、マネーサプライの増加の内実としての銀行の資産および負債の拡張と、その内訳に

あまり注意を払うことなく、マネーサプライさえ増加すれば、即名目 GDP が増加する（景気浮揚する）と捉える傾向がある。

しかし、マネーサプライの増加は、その裏に必ず貸出の増加か、市中銀行による有価証券の買い入れを伴うはずだ。ここで、貸出の増加に注目すると、それは企業に借入の需要があるから起こるはずであり、貸出が実行されさえすれば企業は設備投資を行うと考えれば、膨大な準備（ベースマネー）を抱える銀行が貸出意欲を強めたとき、貸出市場における競争によって貸出金利が低下すると考えられる。つまり、投資の増大、貸出（したがってマネーサプライ）の増加、長期金利の低下は同時に引き起こされる。

市中銀行による有価証券の買い入れの場合も同じことだ。つまり、膨大な準備（ベースマネー）を抱える銀行が長期国債の買い入れ意欲を強めたとき、市場において債券価格が上昇（金利が低下）する、したがって国債の売り手も現れる、と考えられる。この場合も、やはり、マネーサプライの増加と長期金利の低下は同時に引き起こされる。以上の検討は、金利を全く無視して、ポートフォリオ・リバランスを考えることはできないことを示しているが、マネタリストの傾向を持つ論者は、この点を無視していたように思われる。

背景にあった「ケインズ理論の貨幣数量説への包含」 こうした考え方の背景にあったのが、第1章1で言及した IS-LM 分析による金融政策波及経路説明の具合の悪さであるといえる。

伊東 [2006] は、ヒックスによる IS-LM 分析の枠組み創設を、「それは拡張された貨幣数量説であり、ケインズが批判し、それから脱却をはかろうとした貨幣数量説の復活であり、ケインズ理論の貨幣数量説への包含である」と述べている (p182)。すなわち、マーシャルの貨幣数量説に基づく、

$$M=kY$$

という式 (M は経済全体の貨幣数量, Y は総所得, k は貨幣数量と総所得との比率でいわゆる「マーシャルの k 」) は, そもそも所得のうち貨幣で所有される割合を k として, それが安定的であるかといった点を問題にしたものであった。ヒックスは, これを通貨量が与えられれば総所得が決まるという因果関係に改変した (p168)。そして, これを IS-LM 分析にパーツとして利用したのである。

このことは, 金融政策の波及経路に関する貨幣数量説的な理解や, IS-LM 分析的理解が, 実際の金融政策の波及経路に (平時でも) そぐわないことを示している。

なお, 小宮 [2002] によれば, リフレ派と反リフレ派の議論のすれちがいは, 金融市場に関するモデルの違いから来ている。小宮らが, 金融市場の参加者を民間非金融機関, 民間金融機関, 中央銀行の三層に分けて考える「三階建てモデル」を想定するのに対し, リフレ派は, このうち民間金融機関と中央銀行を一括して考える「二階建てモデル」に依拠する。そのため, 後者では, 「民間銀行と中央銀行の間の市場メカニズムを無視ないし軽視した考え方が災いしている」とし (p243), その結果ベースマネーとマネーサプライの区別が曖昧になっている, という見解を示している (p270)。

いずれにしても, 量的緩和政策の間, ポートフォリオ・リバランス効果は起きなかったといえる。そのため, 日銀当座預金に膨大な超過準備が積みあがることとなった (後掲図表3 参照)。

論点 2: 長期債買い切りオペは効果があるか

リフレ派の多くは, 「日銀は長期国債を, しかも現先の形ではなく買切りオペの形で大量に買い入れるべきだ」という主張を行った。これは, 第1章で A-2 として整理した政策のなかに含まれる。そして, 本稿で先に

提示した金融政策のトランスミッション経路を念頭におくと、②（中長期金利の低下，金融資産価格の上昇）を狙うものといえるが，同時に③（預金取扱金融機関の貸出・有価証券投資の増加）も引き起こすものである。そして，この政策に効果ありとする論者の多くは，この政策が③を引き起こす，すなわちマネーサプライを増加させる，という側面に注目して議論を展開した。

長期のマネタリーベースと短期のマネタリーベース この議論の典型は，岩田 [2000b・2001] と小宮 [2002] の間に行われたものであろう。そこでは，日銀が＜民間銀行から短期国債を現先買いオペで買い入れる場合＞と＜残存期間の長い中長期国債を買切りオペで買い入れる場合＞とでは，後者が前者よりも効果が大きいと考える。それは，オペによって民間銀行が得た資金が，前者では短期間で日銀に回収される「短期のマネタリーベース」であるのに対し，後者では返済の必要のない「長期のマネタリーベース」であるからだ——と説明される（岩田編 [2000b] p83）。そして，長期国債買切りオペの「目的は「長期名目金利を引き下げる」ことにあるのではない」（p89）と述べており，上述のマネタリスト的思考，すなわち＜金利の動きを無視したマネーサプライの増加＞を念頭においているといえる（このように，これらの論者が，何が何でもマネーサプライの増加を念頭に置くのは，この政策の延長線上にタイプBの政策を想定するからだとも思われるが，これについては後述する）。

これに対する小宮 [2002] の反論を要約すると以下である。

①「短期のマネタリーベース」，「長期のマネタリーベース」という区別には，銀行行動の理論からみて合理性がない。民間銀行は様々な取引を行っており，日銀との取引はその一部に過ぎないが，日銀当座預金残高はそれらすべての取引の結果として変化している。だから，日銀当座預金残高のうちどれだけが「短期のマネタリーベース」であり，どれだけが「長期

のマネタリーベース」であるかはほとんど知るすべがなく、銀行がこれをもとに行動することもない (p258)。

②短期国債現先オペと長期国債買切りオペの違いは、その結果民間部門（民間銀行部門と民間非銀行部門）の短期国債と長期国債の保有残高に違いをもたらす。そのため、長期国債買切りオペを行った場合、長期金利が若干低くなり、長短金利差が縮小する。しかし、その度合いはきわめて僅かなものである¹⁶ (p256)。

③日銀がある額の短期国債現先オペを行わずに長期国債買切りオペを行うことは、財務省がその額の短期国債の発行を増やし、同額の長期国債の発行を減らすこと（国債管理政策）と同じである。日銀の長期国債買切りオペに金融緩和の効果があると主張するならば、財務省にこれを要求すればよい（財務大臣が、それをせずに日銀に長期国債買切りオペを要求するのはおかしい） (p278)。

効果はあるが相対的に小さい 以上のような議論が行われたなかで、結果的に得られた知見は何だろうか。第1に、この政策の推進論者が、＜金利の動きを無視したマネーサプライの増加＞のみを考えるのであれば、小宮が①で議論したように、短期国債オペを長期国債のそれに代えてみたところで、マネーサプライが増加するという効果は得られないように思われる。しかし、それでも大量に長期国債の買いオペを増やすことを主張する立場は、もはやA-2を超えて、B-2、場合によってはB-3を射程に入れた議論といえそうだ。つまり、それは日銀のバランスシートの悪化懸念を通し、日銀がインフレ抑制に無責任になるという市場の憶測を生む。さらにB-3の政策、すなわち財政政策との連携にまで突き進む可能性が高まれば、決定的なインフレ懸念が生じる（後述論点5参照）。日銀の「通貨の番人」としての信認が失墜してインフレ懸念が高まり、実際にインフレが発生するその時点で、確かにマネーサプライは増加することになる。

岩田氏が、もしそのような経路によるマネーサプライの増加を念頭において議論していたとするならば（後述のように、同氏は結局人為的インフレ政策を主張する）、小宮らはインフレを想定しないベースで反論していたため、議論がかみ合うはずはなかった。

第2に、市場における債券の需給を考えれば、小宮の②のとおり長期金利の若干の低下を引き起こすことが可能だろう。しかし、小宮はこの効果をネグリジブルに小さなものとして、退けている。また、白川[2002]も、2002年度の中長期国債のグロス発行額74兆円（さらにオフバランスの金利スワップも存在）に対し、従来比2倍に増やした、当時の日銀買切り額が年間12兆円にすぎず、「少なくとも、強力な時間軸効果がすでに存在する中で、長期国債の買入れ増加が需給バランスを変えることを通じてリスク・プレミアムを縮小させる効果は非常に小さい」と述べている（p214）。

もっとも、長期国債買切りによる長期金利を引き下げる効果そのものについては、小さいながら存在が認められるというのが、この論点における結論といえよう。また、その限りにおいて、同時にわずかながらマネーサプライも増加すると考えていい（ただし、岩田が論じたような、「長期のマネタリーベース」の供給増によるものではない）。しかし、すでにA-1の効果が存在している中では、その（A-2の）効果は相対的に小さい、ということになろう。

第3に、この政策は、日銀のオペレーションで行っても、財務省が国債管理政策として行っても効果は同じである、という点も確かにそのとおりである。ただし、だから財務省が行うべきだ、という主張は、それほど説得力があるとはいえない。白川[2002]も、小宮の議論に賛同する形で、「量的にはそうした政府の国債管理政策の方が需給バランスの改善という目的には効果的であろう」と述べているが、日銀が大量に長期国債の買切りオペを行っても、財務省が国債管理政策の一環として行なっても、効果は（同じで）相対的に小さいのだから、行なうに値しない、と主張すべき

だったのではないだろうか。

このような反リフレ派からの反応が、リフレ派の目には、日銀の責任回避と映り、必要以上に日銀攻撃が強められた可能性が指摘できる。

論点3 日銀による社債、株式の購入は効果があるか

「日銀が、一般企業の社債や株式を買い入れるべきだ」という主張をめぐる議論である。これも、第1章でA-2として整理した政策のなかに含まれる。この手段は、当初、日銀（あるいは政府）が、株式を買うことによって資産価格の上昇（金利の低下）を狙う政策の一環として考えられた。しかし、最終的にはB-2の政策として、つまり人為的インフレ政策に発展させるべき政策として展開して行ったように思われる。

当初主張された、日銀（あるいは政府）が、市場から株式を買うという政策は、かつて株価の下落を食い止めるために行われた「PKO (price keeping operation)」と同じ政策である。学者がこれを主張した例はあまりないが、経済界やマスコミなど政策の現場をとりまく部分では、広範に行われた主張であった。

これに対しては、小宮[2002]の反論がある。1つには、「財政政策の領域に属する」のだから、日銀に求めるのではなく、「公社債株式買入れ機構」創設の立法を提案したらいい¹⁷、というものだ。また、2つには、リカード＝バーローの「等価定理」がある程度成立する現状では、「一般の投資家の評価の低い株価を、政府資金・日銀資金を注ぎ込んで人為的に高めても、有意義な結果が得られるとは思われない」としている（p290）。

このように、日銀による株式の購入は、財政政策と捉えることもできるが、この政策を主張する人たちの一部は、株式という金融資産の利回り（金利の低下）を狙うという意味で、非伝統的オペレーションであると捉えていた（したがって、）。その場合、個別株の購入は好ましくないから、株式投資信託（とりわけ指数連動型のETFなど）や不動産投資信託

(REIT) を買えばいい、という議論が出てきた。

そして、この主張は、むしろ人為的インフレ策の手段として、すなわち B-2 として展開されていった（これについては論点 7 で論じる）。しかし、インフレを起さない範囲において、この政策が長期金利の低下（金融資産価格の上昇）に有効であるかどうか、の議論はあまりされておらず、反論としては上に見た小宮のものが典型である。この議論があまりなかったのは、すでに人為的インフレ策の手段であったから、それへの批判のなかにいわば飲み込まれてしまったためといえよう。

論点 4 為替介入時における不胎化は効果があるか

為替の円高が進んでいた 1999 年秋から 2000 年にかけての一時期と、量的緩和政策導入直後の一時期に、為替の不胎化介入によって金融緩和の効果が高まるかどうか、という点が論じられた。

円高是正（円安誘導）のために通貨当局が為替市場で円売り介入を行った時、外貨準備が増える一方でベースマネー（準備）が増加する。これを放置するのが非不胎化介入である。一方、このとき当局が市場で証券を発行して、この介入資金を調達すればベースマネーは増えない。これが不胎化介入である。

円安誘導効果を巡る論争 そもそも、量的緩和政策が導入される以前に、為替レート（ e ）の円安誘導（ e の減少）に関し、非不胎化介入は不胎化介入よりも効果が高いかどうか、という点を巡って、見解は対立していた。非不胎化介入が不胎化介入よりも効くとする説の根拠は、為替介入が基本的に有効であるのは、そもそも両国のマネーサプライの総体比率が変わるからだ、前者はこの比率を変えるのに対し後者は変えない、という考え方だ（浜田 [2000] p 8）。

これに対する反論は、次のようなものだ。資金需給は、外国為替要因だ

けでなく、財政要因、銀行券要因で動いているから、為替資金だけを取り出して議論することに意味はない。為替介入の主体である大蔵省（現財務省）の介入に対し、日銀が行ったどのオペレーションがそれを不胎化したことになるのかの区別はつかない。日銀は、資金需給全体を睨みながらオペレーションを行っている。したがって、非不胎化介入、不胎化介入の区別は不毛である——と（小宮 [2000a] p20, 小宮 [2000b] p55, 翁・白塚 [2000] p31など）。

量的緩和政策下における不胎化論争 この限りでは後者の見方に説得力があると思われる。だが、量的緩和政策が導入された後は、金融緩和の効果に関し、非不胎化介入は不胎化介入よりもの効果が高いのかどうか、という点に議論が移っていった。これは、基本的にはゼロ金利制約下で、日銀が外貨資産を買うことの意義を問うという点で、A-2政策の効果を巡る議論に含めることができる。

岩田 [2000b] は、量的緩和政策（ゼロ金利制約）下における非不胎化介入を、供給されたマネタリーベースが日銀に返済する必要がない資金であるという点で、先の長期国債買切りオペと同様の効果があると位置づけている（p84）。しかし、そうであれば、この効果に関する反論も論点2でみたのと同じ角度から行われうる。

この政策を主張する論者の中には、それによる直接の金融緩和効果を狙うよりも、円安の誘導（それにより景気浮揚をはかる）に重点を置く者も多かったようだ。景気浮揚のための為替政策は、金融政策とは一線を画するが、それについても当然に賛否が分かれた。異を唱える議論としては、為替レートを「一国の都合だけで操作したり変更したりすること」を国際ルール違反とする小宮 [2002] の議論がある（p291）。

2 人為的インフレ政策の実効性と適切性をめぐる議論

次に、人為的インフレを引き起こし実質長期金利を低下させる政策（タイプB政策）は実効性があるか、また適切か、が論じられた。

論点5：日銀の政策でインフレを引き起こすことができるのか（どのようにしたらインフレが引き起こせるか）

このテーマの下に、明示的な論争が行われた例は多くない。が、一連の議論の初期の段階では、日銀がインフレを引き起こすことは難しいという考え方は根強かった。

手段を選ばなければ人為的インフレは可能 これらの考え方は、多くの場合、ゼロ金利制約下ではそれ以上の追加的緩和政策が無効である（主としてA-2, A-3の政策の有効性が薄いという意味で）、という議論の延長線上に展開されていたように思われる。すなわち、通常の意味での金融政策、すなわち、日銀が「通貨の番人」としての役割を放棄しない限りにおける金融政策では、インフレを引き起こすことはなかなか難しい、という主張が事実上なされたものと思われる。

これに対し、インフレを引き起こすことが可能である、という議論は、日銀がBタイプの政策を行えば、とりわけ日銀がシニョリッジ（通貨発行特権）を持つ以上B-2, B-3の政策を行えばインフレを引き起こせないわけがない、という主張として行われた。このような主張においては、第1章での整理から明らかなように、畢竟、日銀が「通貨の番人」としての役割を放棄することが想定されていたといっている。

この点で、両論はかみ合わない面があったが、「人為的にインフレを起すことができるのか、できないのか」という設問を、「人為的にインフレを起すことが望ましいのか、望ましくないのか」という点から切り離して、

純粹に（あらゆる手段を動因して）「できるのか、できないのか」か、という点に絞って設定するなら、「できる」というのが正解であろう。

インフレ反対派の「矛盾」 この議論に関しては、人為的インフレ派から、反対派が「インフレを引き起こせない」と言っておきながら、「高インフレが起きる」懸念を反対の理由として主張するのは矛盾している、という形の問題提起がしばしば行われた。

このような議論の展開は、すでに第1章3で述べたように、そもそもB-1の政策は、そのもとで高インフレが発生するか全くインフレが発生しないかどちらかである、という性格を持っていたことに起因する（論点6でも後述）。だが、それは人為的インフレ論者が、タイプA政策とタイプB政策の違いをはっきり認識して論じなかったこと、つまりA-2、A-3の政策は、どんどん継続して行うならば、インフレが引き起こされるという意味において有効である（つまり結果としてはB-2、B-3の意味で有効である）と論じたこと、にも起因しているように思われる。

なお、深尾氏などのように、A-2、A-3の政策の無効性をはっきりと主張しながら、（むしろそれ故に）人為的インフレ政策を主張する論者もみられた。

論点6：モデレートなインフレを起すことができるのか（高インフレの弊害、沈静化コストはいかほどか）

いずれにしても、日銀が手段を選ばなければ（つまりBタイプの政策を採用すれば）、インフレを引き起こすことが可能であるとすれば、次の問題は、コントロール可能な形で、インフレを引き起こすことができるかどうか、というものであった。

「金融政策のレジーム」の転換 岩田 [2001] は、「マイルドなインフレへ

移行するためには、デフレからマイルドなインフレへという「金融政策のレジーム」の断固たる転換を明確にしたうえで、1～3%程度のインフレ・ターゲットとその達成時期（1年以内が目安）を明示して金融政策を運営する必要がある」とし、目標達成のための手段として「マネタリーベースの増加を通じて貨幣供給量の増加を促すことと、円安誘導とが有力な候補」であるとし、より具体的には、長期国債の買い切りオペの大幅増額と不胎化介入を主張している（p376）。

岩田氏および何人かの学者は、「金融政策レジームの転換」という概念を使っているが、その意味は曖昧である。岩田[2003]は、過去にレジーム・チェンジが行われた例として、アメリカで、「33年3月に大統領に就任したフランクリン・ルーズベルトが金本位制を離脱して、変動相場制を採用し、連邦準備制度理事会が貨幣供給量の増加させる量的緩和政策に転じたという「政策レジームの転換」を挙げている（p295）。日本経済が昭和恐慌から脱却できたのには、金輸出再禁止に始まる高橋財政の影響が大きかったが、これもその例として挙げてられている（p292）。

しかし、なぜ、どのような経路でレジーム・チェンジが行われうるのか、という点については、それが期待に働きかけるからだという以外の説明がない。「33年のデフレ的政策から拡張的政策への明確なシフトこそが、人々の期待をただちに变化させる効果を持ったのである」（p298）という程度の説明しかないのだから、＜デフレ的なレジーム下において、政策当局のアナウンスメント一つで本当にレジーム・チェンジなるものを引き起こせるのだろうか＞という疑問に対し、十分に説得的な解答を与えることができなかった。実際、岩田[2003]が挙げた具体的政策手段をみても、インフレターゲットの設定する以外には、Aタイプの政策とさして変わらなかったからである。

グルーグマンの人為的インフレ提案 しかし、これに対し Krugman

[1998a] は、日銀が量的緩和政策に踏み込む以前の時点において、この疑問に答える提案をしていたといえる。その内容は、すでに第1章にB-1の政策として詳述したので、ここでは簡単に繰り返すにとどめるが、＜将来景気が回復してインフレが来る状況になっても、中央銀行がインフレを放置すること＞、極言すれば中央銀行がその本来の役割である「通貨の番人」としての役割を放棄することを、市場に信じさせることによって、いまインフレが起きるというものだ。したがって、インフレ目標も「4%を15年間」(p181)という、日銀の「通貨の番人」としての信託を徹底的に失墜させるものであった。

もっとも、これも前述したように、この政策が実効性を持つには、将来景気が何らかの形で回復するという前提が必要である。この点をクリアする議論としては、先の植田のような考え方がある。

それにしても、日本においては、以上のようなクルーグマン提案の本質を理解しないままに、＜単なる政策当局のアナウンスメントだけでインフレが起きるものかどうか＞という次元の論争、その限りにおいて＜インフレターゲット政策は有効かどうか＞という論争が、つい最近まで行われていた。

実物資産購入の提案 以上のロジックに加え、人為的インフレを引き起こす手段としてB-2も強く主張されている。その典型は深尾 [2002] であるが、「制御できないインフレを引き起こさない形でデフレを止めるためには、どのような政策を採用すべきか」(p11)を念頭に議論を展開している。その結果、

- ①消費者物価上昇率で1.5%を中心に上下1%程度のインフレターゲットの設定
- ②日銀による TOPIX（東証株価指数）連動の投資信託や REIT（不動産投資信託）を毎月数兆円規模で買い入れる実物資産オペ

③それでもデフレから抜け出せない場合は、現預金などにデフレ率に見合った税金をかけることによりマイナス金利を創出などの具手的提案を行っている (p78)。①と②の組合せが提案の中心であるが、それでも効かない場合という限定付きで、③というほとんど実現困難と思われる極端な政策まで持ち出している。これは、深尾氏のデフレの深刻度に対する認識が強く、放置しておくとも将来逆に制御できないインフレが発生するという危機意識が背景にあるといえる。

政策の時間非整合 以上のような人為的インフレ策の提案に対する反対論は、それが制御できないインフレを招く可能性があるから、というものであった。これに対し、人為的インフレ論者は、「インフレ・ターゲット政策はインフレの下限だけでなく、上限も設定するので、マイルドなインフレがギャロッピング・インフレもしくはハイパー・インフレに転換することを事前に防止することができる」(岩田 [2001] p376) とする。

しかし、こうした政策は、すでに第1章3で紹介したとおり、政策の時間非整合性 (time inconsistency) の問題が発生するため、うまく機能するとは思われない。当初高めのインフレ目標 (たとえば10%) を設定しておき、期待が形成されてインフレが起き始めた時点で、今度は1～3%程度の「ちょうどいい」インフレ目標の足かせをはめて、インフレを抑えるという戦略では、はじめから市場は10%のインフレ目標を信頼しないから、インフレが起き得ない。日銀が通常ならば容認するはずのない高インフレを容認する、したがって日銀が「通貨の番人」としての責任を放棄するという期待が生じて、はじめてこの政策は奏功する。だから、この政策のもとでは実際に高インフレが発生するか、インフレは全く発生しないかどちらかである (田中 [2002] p229・[2004] p197)。

なお、人為的インフレ派の一部には、インフレターゲットの設定で、日銀がインフレを引き起こすことにコミットすることで日銀の信認が高まる

結果、インフレが引き起こされる、と考える傾向が強い。作間他 [2004] で行われた討論で、野口旭氏は「日銀がデフレを止めるのだという信認を得たときにインフレが」起きると考えるが、田中（筆者）は日銀が信認を失墜したときにインフレが起きると主張している（p225）。

小 括 以上の論戦を総括すると、人為的インフレ派が、制御された形でモデレートなインフレをある程度の確率で引き起こすことができるという論証を必ずしも説得的に展開できなかったのに対し、人為的インフレ反対派も、そのような政策が必ず制御できない高インフレを引き起こすことを論証したわけではない。しかし、後者が、この政策により全くインフレが起きないか、起きた時には高めのインフレが起きる可能性が高い、という点を主張したのに対し、前者からはそのロジックを粉砕する反論もみられていないのが実情である。

したがって、これらの政策によって制御された形でモデレートなインフレを引き起こすことができるかは、「やってみなければわからない」というのが、ここでの結論であったといえる。そのため、当該政策を行うかどうかは、現状のデフレの弊害のひどさと、仮にこの政策に打って出て高インフレが発生した時の弊害ないし沈静のためのコストの大きさととの比較考量で決められるべきものと考えられる。この点については、論点8で検討することにしよう。

3 人為的インフレ政策の背景にある、デフレの捉え方をめぐる議論

デフレをめぐる議論は、人為的インフレを引き起こし実質長期金利を低下させる政策（タイプB政策）が主張されるに至った背景にあって、タイプB政策に関する議論そのものにも大きく影響を与えた。

一連の議論に含まれる論点を、相互に関連付ける形で俯瞰してみよう。まず、インフレを起すことができるのか（デフレを修正することができる

のか), という上述の論点5と密接な関係を持って、デフレの原因は何か(論点7)という議論が提起される。デフレを直すには、その原因を知らなければならない、ともいえるからだ。そして、その中でデフレの理論的、一般的原因という問題から、今回の日本のデフレの原因は何であったか、という具体的な点に重点が移っていく。

次に、人為的インフレ政策論を主張する立場から、デフレの悪影響を甚大と捉えるか、それほどでもない捉えるという議論(論点8)が出てくる。そして、ここから、そのような理論的、一般的考察を離れ、今回の日本のデフレの程度をどう見るかという議論が、展開されることになった。この議論の先に、デフレを放置した場合とコントロールできないインフレが起きた場合のコストの比較考量や、過去の日本の1920年代のデフレ、アメリカの大恐慌、スウェーデンの経験などとの比較の議論があった。それらを包含する形で、今回の日本のデフレにおいて人為的インフレ策が妥当かどうか、という論争が位置づけられる。

論点7：デフレの原因は何か

デフレを修正することができるのか、すなわちインフレを起すことができるのか、という上述の論点(論点5)から、デフレの原因は何かという議論が出てくる。デフレを直すには、その原因を知らなければならないからであろう。

この議論は、大きく2つに分けることができる。つまり、1つにはデフレの理論的、一般的原因という問題がある。議論は、そこから2つめの、今回の日本のデフレの原因は何であったか、という具体的な論点に、重点を移していった。

人為的インフレ派は、「デフレは貨幣的現象である」から、今回のデフレの原因は日銀の金融政策の失敗にある、と主張する傾向が強かった。その延長線上に、だから日銀がインフレを引き起こすことで問題の解決(デ

フレからの脱却)をはかるべきだ、という主張が続くことになる。これに対し、人為的インフレ反対派の中には、デフレの原因は「貨幣的」なものだけではなく、たとえば技術進歩による価格低下や、中国などからの安価な消費財の輸入による輸入物価の下落も挙げられる、という議論を展開する者が多かった¹⁸。

「デフレは貨幣的現象である」というフレーズ まず、純粋に理論的な次元の議論として、デフレの原因は、貨幣的なもの、すなわち貨幣供給が十分に行われなかったという、日銀の金融政策の失敗だけなのか、それ以外のもの、すなわち「実物的」な原因もありうるか、が論じられた。

通常、総需要曲線と総供給曲線を使った分析(AD-AS分析)で、物価の変動とその要因は、次のように説明される¹⁹。右下がりの総需要曲線は、財政支出の減少、増税、マネーサプライの減少、貯蓄性向の上昇などで総需要が減少すると左下方にシフトし、物価の下落と同時に国内総生産を低下させる(悪い物価下落)。反対に、右上がりの総供給曲線は、技術進歩や原材料価格の低下などで生産性が上昇すると、右下方シフトして、物価の低下と国内総生産の上昇を引き起す(「良い物価下落」)。

このような説明からデフレの原因を考えると、日銀の金融政策が影響すると考えられるマネーサプライの減少だけが、デフレの原因とはいえない。それにもかかわらず、人為的インフレ派の中には、「デフレは貨幣的現象である」というフレーズを盾にした議論を展開した論者が少なくなかった。彼らは、しばしば「実物的なデフレ」は概念として成立しえない、とすら論じた²⁰。

その意味を斟酌すると、おおよそ以下のようなことであろうと思われる。すなわち、需要側、供給側を問わずどのようなショックが発生しているにせよ、日銀がそれに対して適切な通貨供給を行う政策を行っていさえすれば、インフレもデフレも起こらない。デフレが起きているということは、

ある経済変動に対し、適切な通貨供給が行われなかったからであり、それこそが日銀の金融政策の失敗を示すものである——と。

このように解釈すれば、このフレーズの言いたいことは理解できる。しかし、そうだとすれば、これはデフレの原因をめぐる議論ではなく、「実物ショックによるデフレを日銀の金融政策で防ぐことができる」と述べているに過ぎない。人為的インフレ反対派の、「実物的なデフレ」もありうるとする議論となかなか噛み合わなかったのは当然である。

さらに、このフレーズを上のように解釈したとすれば、次の点に問題が残る。通貨供給は、第一義的には民間金融機関が信用創造によって行うものであり、日銀はその行動に影響を与えることができるだけである。ゼロ金利制約下では、通常の意味で通貨供給を増やす手段が断たれているために、日銀がデフレを防ぐことができないことが問題なのである。

「相対価格と絶対価格の混同」 こうしたなか、人為的インフレ派は、技術進歩による、あるいは安価な製品の輸入増による物価下落は、相対価格の低下であり、それは絶対価格の低下にはつながらない、という議論も行った。彼らがこの議論に力点を置いたのは、人為的インフレ反対派の中に、技術進歩による価格低下を「良いデフレ」、需要の減退による価格低下を「悪いデフレ」とし、前者を歓迎する議論が現れたからである（これは後述の論点8で検討する）。

技術進歩や輸入物価をデフレの一因とする説を、彼らが「相対価格と絶対価格の混同」と呼んで批判したロジックは、おおよそ次のようなものである（岩田[2001] p123, 134）。技術進歩による生産性の上昇や輸入物価の下落で、ある財の価格が低下した場合、企業や消費者はその財への支出が減った分、他の財の購入を増やすから、それらの価格は、ある財の価格の低下を相殺するように上昇する。したがって、一般物価（絶対価格）は下落しない——と。ある財の供給曲線は右下にシフトするが、他の財の

供給曲線は左上にシフトするので、総供給曲線は動かないということなのであろう。

しかし、このロジックには、2つの前提がある。1つは、「他の財」に価格硬直性が存在しないということである。つまり、ある財で価格低下が生じたとしても、たとえば「他の財」の価格改定コスト（メニューコスト）が高いなどの理由で価格硬直性が存在すれば、価格は上昇しない²¹。2つめの前提は、生産性の上昇があらゆる産業部門でいっせいに起きることではない、ということである。しかし、仮にすべての産業部門で同様な生産性の上昇があったなら、総供給曲線の右下シフトが起こり、デフレが引き起こされる。

深尾 [2002] も、岩田 [2001] と同様の議論を展開するが、「技術進歩などによってある財の相対価格が下がる場合でも、経済全体の物価水準は下がる必要はない」、「相対価格が大きく変化しても一般物価が変動しないことは十分考えられる」（傍点筆者）と述べるにとどまり、技術進歩による一般物価の下落、つまりデフレがないとはまでは言い切っていない（p 28, p25）。

以上の議論の結果明らかになったのは、相対価格の変化が絶対価格の変化を引き起こすかどうかは、理論的、先験的に決着する問題ではなく、すぐれて実証的な問題である、ということであらう。

今回の日本のデフレの原因に関する議論　そこで次に、デフレの理論的、一般的原因という問題を離れて、今回の日本のデフレの原因は何であったか、という点に重点をおいた形での議論が展開された。

この議論では、人為的インフレ派は、マネーサプライの縮小がデフレの原因だという主張を行う傾向が強かった。また、人為的インフレ反対派の中には、中国はじめアジア諸国からの低価格（低賃金）製品の流入や、技術革新による価格低下、さらに規制緩和によるサービス産業における価格

の低下をデフレの原因として挙げる説が多かった。

規制緩和の影響を挙げる例として、ここでは小菅 [2003] の議論を紹介しておこう。それは、まず今回の日本のデフレの現状を、「消費者物価の動きが卸売物価に収斂しはじめている」状況であるとする (p10)。そして、その「収斂」は、それまで内外価格差問題を生み出してきた高生産性部門と低生産性部門の共存という問題が、規制緩和などの構造改革の結果として解消される過程だという。つまり今回のデフレの原因は構造改革であり、「よいデフレ」としての側面が強いことを主張している（以上に関する実証研究については、ここでは省略することにする）。

これらの議論に関連して、デフレが景気低迷の原因か、景気低迷がデフレの原因か、という論点もあった。人為的インフレ派は、前者を主張する傾向があり、「まずデフレを止めよ」という議論を展開して、タイプBの政策を主張した。

なお、必ずしもマネーサプライの縮小や日銀の金融政策の失敗がデフレの原因であるといえないとしても、また、デフレが景気低迷の原因であるといえないとしても、人為的インフレ政策による実質金利低下をはかるタイプB政策の有効性は主張できると考えられる。それにもかかわらず、人為的インフレ派は、以上の点を主張する傾向にあった。

論点8：デフレの悪影響をどう捉えるか

次に、人為的インフレ政策の是非をめぐる議論から、デフレの悪影響をどう捉えるかという議論が出てくる。これには、2つのサブ論点がある。1つは、デフレの経済への悪影響というものが甚大であるか否か、2つには、デフレには「よいデフレ」もある（積極的に評価すべきである）といえるか否か、である。人為的インフレ派は、デフレを放っておくときわめて危険であり、「よいデフレ」論を誤り、とする傾向があり、人為的インフレ反対派には、デフレそのものは（特にマイルドなものであれば）危険

というほどではないと考える場合が多く、中には「よいデフレ」はありうるといふ議論もみられた。

デフレ・スパイラルのメカニズム デフレの危険性は、一般にデフレ・スパイラルという概念で説明されている。これは、この言葉が頻繁に使われるようになった1995年の段階で、当時の福井日銀副総裁によって、物価低下圧力が「企業の収益や賃金を圧迫して、経済の成長自体を危うくするような状態」と説明されている。すなわち、おおむね「消費減→価格低下→企業収益減→賃金減→消費減」というようなスパイラルであると理解していいだろう。

岩田 [2001] は、フローのデフレとストックのデフレという概念を使って、デフレ・スパイラルを次のように説明している (p374)。すなわち、デフレ（フローのデフレ）が企業の名目収益や地代・家賃の減少をもたらすことで株価と地下の下落（ストックのデフレ）が引き起こされる。ストックのデフレは、家計・企業・銀行のバランス・シートの悪化を通して金融仲介機能の低下と消費・投資の減少を招くため、いっそうデフレ（フローのデフレ）が引き起こされる。以上のフローのデフレとストックのデフレが循環的・増幅的に作用し、総需要が持続的に減少する——と。さらに、デフレ下では、実質賃金と期待実質金利が高止まりし、 balan・シートも著しく悪化するので、衰退産業で過剰になった資源が成長産業にスムーズに移動することが困難になり、景気とデフレを悪化させる、というルートも強調している。

なお、吉川 [2001] は、デフレ・スパイラルを、I・フィッシャーの「負債デフレ」理論にいう、次のような悪循環として説明している。すなわち、債権・債務は名目的に固定されているから、デフレは実質資産を債務者から債権者に再分配する。しかし、債務者の限界支出性向は債権者のそれよりも高い（だからこそ借金する）。したがって、デフレはマクロ的

な需要を低下させ、それがさらにデフレを深刻化させる——と (p235)。

深尾 [2001] は、デフレを放置したときの弊害として、実質金利の上昇によって健全な債権が不良債権化し、銀行や生保を破綻に追い込むこと、さらにマイナスの名目成長率による税収の落ち込みから、政府債務残高の対 GDP 比率が拡大して財政が破綻し、制御できないインフレが発生する懸念を指摘している (p38, 64)。

「良いデフレ」論 人為的インフレ派は、「良いデフレ」であっても、デフレ・スパイラルに陥る危険性を考えれば、デフレ状況は決して望ましいものとはいえない、ないしは、そもそも「良いデフレ」というものは概念上ありえない、と主張する。

しかし、先にも引用した小菅 [2003] は、「良いデフレ」が起きている場合には、デフレ・スパイラルは起きないという議論を展開している (p 74)。すなわち、仮にパソコン生産部門で生産性の上昇と製品価格の低下が起きた場合、まずこの部門では販売価格で実質化した賃金も利率も大幅上昇するが、生産性上昇の範囲内の価格低下であれば、売り上げ1単位あたりの賃金も金融費用も低下するから、収益が圧迫されることにはならない。一方、それ以外の生産部門では、販売価格が不変だから、実質賃金も実質金利も変わらず、同じく企業収益が圧迫されることはない。つまり、すべての生産部門において、企業収益の圧迫、それによる金利・賃金負担の増加は起きない (以上は、債務についても同じ) ——と (p74)。要するに、生産性の上昇がデフレの弊害を引き起すとする見方は、パソコン生産部門での実質金利や実質賃金の上昇を、生産性の上昇しない他の部門にも発生するものと捉えてしまう統計的錯覚によるものだ、というのである。

今回の日本でデフレ・スパイラルは生じていたか かくして、この議論も、デフレの悪影響を理論的、一般的に論じるというところから離れて、今回

の日本のデフレはどの程度まで危険であるか、デフレ・スパイラルと呼ばれる状況が現出していたのか、という実証的な面に重点が移って行く。

その際、人為的インフレ反対派は、当時の日本のデフレは許容範囲である、ないしデフレ・スパイラルが起きていない、という議論を、人為的インフレ派は許容できない事態が発生しているという議論をそれぞれ展開する傾向にあった。

小宮 [2002] は、「予期せざるデフレ進行は、当初には大きな所得再分配効果を持つが、もしデフレが持続的に進み、かつ“ある範囲内”にとどまれば、それは高度成長期のときの消費者物価の持続的上昇と同様、許容範囲内のことかもしれない」(p299) という見方を示している。そして、“ある範囲内”を趨勢的な実質利子率以下とみて、「もし実施利子率が例えば2%であるとすれば、マイナス2%までの趨勢的デフレ率は許容範囲内である」としている。

また、小菅 [2003] は、物価下落による債務者負担増は、「仮に消費者物価をデフレーターに用いた場合でも年率1%足らずのもので、金利が現在より1%弱高い場合と債務者の負担は同じだから」、小さな問題ではないにしても、日本経済が破滅するというような「大げさな問題でもない」と論じている (p92)。

これらは、当時のデフレが許容範囲である、ということを厳密な意味で実証したもの、とは言いがたいが、逆に人為的インフレ派サイドから、それが許容できない深刻なものであったことや、デフレ・スパイラルが起きていたことを実証するものも提出されていないように思われる。岡田 [2003] は、「デフレはどれぐらい日本経済を蝕んでいるのか」という表題を掲げているが、デフレが消費を萎縮させ、その結果GDP成長率が低下し、失業率が上昇するというロジックを示しているだけで、それが現実に行き始めているということを実証してはいない。

なお、デフレによる財政破綻を懸念する深尾 [2002] は、マイナス3%

の名目成長率が続いた場合の財政バランスを試算している。この場合、歳出削減でプライマリーバランス（対 GDP 比）を2001年当時の6%に固定したとしても、債務残高の対 GDP 比率は、「2001年度の142%から2007年には200%に達」するという（その後の実績値をみると、名目 GDP 成長率は2001年度こそ-2.1%となったが、2003年度からはプラスに転じている。2005年度のプライマリーバランスは3.9%、一般政府債務残高の対 GDP 比率は172%となっている）。

今回のデフレの深刻度と人為的インフレのコストとの比較考量 タイプ B の人為的インフレ政策に踏み込むべきかどうかは、いったん高率のインフレがおきてしまうという副作用のリスクの大きさ、そのインフレを再び沈静化させるコストの大きさと、当時のデフレの状況の深刻度を比較考量した結果決定されるべきであっただろう。したがって、その比較考量の結果はいかなるものか、という論点は重要である。

この点に関する実証的な研究や、それを基にした議論が十分に行われたとはいえない。だが、論点 6 については、人為的インフレ策に打って出た場合、モデレートなインフレを引き起すことができるかどうかは「やってみなければわからない」し、制御できない高インフレが発生する可能性もかなり高いというのが結論であった。一方、これまでみてきたように、今回の日本のデフレは許容範囲だという見方と、放っておくと危機的な状況になるという見方があったものの、少なくともデフレ・スパイラルと呼ばれる現象にまで入り込んだことを示す研究結果は提出されていない。

この点に関する明示的論争はみられなかった。しかし以上の検討から、とりあえず、当時のデフレを放置した場合の経済状況の深刻さは、人為的インフレに踏み込んだ場合のリスクおよびその沈静化コストの大きさを下回るという評価が、暗黙のうちに形成されていた、と考えていいように思われる。

第3章 日銀は何を行い何を行わなかったか——ゼロ金利制約下における日銀の金融政策の概要

さまざまな政策論議が戦わされるなか、日銀は、実際にどのような金融政策を採用したのだろうか。つまり、量的緩和を超える緩和政策のエLEMENTを、第1章のように整理してみた時、日銀はどこまでこれらの政策に踏み込んだのだろうか。あるいは、踏み込まなかったのか。本章では、これを明らかにする作業を行おう。

1 日銀による「異例の」金融政策

まず、バブル崩壊後の景気低迷期における、日銀の金融政策（マネタリー政策）を跡付け、整理してみよう。そのなかで、通常の金融政策とは違うどのような「異例の」政策がとられたかを見ていくことにする。

バブル後金融緩和政策の推移

日銀は91年7月に初めて金融政策を緩和に転じてから、政策金利の引下げを継続的に行った。政策金利とは、公定歩合²²と無担保コール翌日物金利（コール金利）である²³。

いうまでもなく、このような政策金利の引下げ自体は通常の金融政策の政策手段であるが、そのなかにおける「異例の」政策が、1999年3月から2000年8月までとられたゼロ金利政策であった。

ゼロ金利政策解除後に、再び景気の悪化に直面した日銀は、2001年3月以降、量的緩和政策の採用に踏み切った。これは、後述するとおり、操作目標を日銀当座預金残高に置く点で、それまでの政策金利の引下げとは全く別のやり方であり、まさにそれ自体が「異例の」金融政策であった。量的緩和政策においては、金融緩和時に、政策金利の引下げではなく、日銀

当座預金残高の増額がアナウンスされた²⁴。

この間、以上のような政策の枠組みに関わるものだけでなく、いわば単発の、しかし重要な意味を持つ「異例の」金融緩和措置がいくつか並行してとられている。これらには、マネタリー政策における非伝統的金融政策にかかわるものや、マネタリー政策発動の範囲内で行われながら、プルーデンス政策の役割を果たしたものなど、雑多なものが含まれる。

ここでは通常の金融政策にみられない「異例の」政策として、ゼロ金利政策、量的緩和政策、それらと並行して行われた金融緩和措置の3つについてみていこう。

ゼロ金利政策

日銀は、バブル崩壊後、2つの政策金利の引下げを継続的に行った。その結果、公定歩合は0.1%まで低下し、コール金利はついにゼロ%に貼ついた。後者、すなわちコール金利をゼロ%に誘導する政策を、ゼロ金利政策と呼ぶ。

このゼロ金利政策は、1999年2月にコール金利をゼロ%に向けて誘導する²⁵ことを決めてから、2000年8月にこれを解除するまでの約1年6ヶ月の間、行われた。また、次に見る量的緩和政策解除後の2006年3月から、コール金利の誘導目標水準を0.25%に上げた7月までの、約4ヶ月の間にも行われた。このように、ゼロ金利政策は厳密には都合2回行われているが、後者は、量的緩和政策解除後、通常の金融政策に復帰するまでの過渡期の性格が強く積極的な意味を持たないから、ここでは、前者をゼロ金利政策として扱うことにする。

ゼロ金利政策の骨子は、

- ①無担保コール翌日物金利を0%で推移させる
- ②以上を「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」になるまで継続する

図表 2 90年代以降の金融政策変更

実 施 日	変 更 内 容
1991.7.1	第一次公定歩合引下げ (6.0→5.5%)
1991.11.14	第二次公定歩合引下げ (5.5→5.0%)
1991.12.30	第三次公定歩合引下げ (5.0→4.5%)
1992.4.1	第四次公定歩合引下げ (4.5→3.75%)
1992.7.27	第五次公定歩合引下げ (3.75→3.25%)
1993.2.4	第六次公定歩合引下げ (3.25→2.5%)
1993.9.21	第七次公定歩合引下げ (2.5→1.75%)
1995.3.31	短期市場金利の低下を促す (事実上無担保コール翌日物金利2.25→1.75%)
1995.4.14	第八次公定歩合引下げ (1.75→1.0%)
1995.7.7	無担保コール翌日物金利の低下を促す (公定歩合=1.0%を下回る水準まで)
1995.9.8	第九次公定歩合引下げ (1.0→0.5%)
1998.9.9	無担保コール翌日物金利の低下を促す (0.5→0.25%)
1999.2.12	無担保コール翌日物金利の低下を促し (0.25→0.15%), その後徐々に一層の低下を促す (「ゼロ金利政策」)
2000.8.11	無担保コール翌日物金利の上昇を促す (0→0.25%) (「ゼロ金利政策」の解除)
2001.2.9	第十次公定歩合引下げ (0.5→0.35%), ロンバート型貸出の導入
2001.2.28	第十一次公定歩合引下げ (0.35→0.15%), 無担保コール翌日物金利の低下を促す (0.25→0.15%)
2001.3.19	操作目標を日銀当座預金へ (4兆円→5兆円) (「量的緩和政策」開始)
2001.8.14	日銀当座預金増額 (5兆円→6兆円)
2001.9.18	第十二次公定歩合引下げ (0.15→0.10%), 日銀当座預金増額 (6兆円→6兆円を上回る)
2001.12.19	日銀当座預金増額 (6兆円を上回る→10～15兆円程度)
2002.10.30	日銀当座預金増額 (10～15兆円程度→15～20兆円)
(2003.3.25)	日本郵政公社発足に伴う技術的調整・日銀当座預金 (→17～22兆円)
2003.4.30	日銀当座預金増額 (17～22兆円程度→22～27兆円)
2003.5.20	日銀当座預金増額 (22～27兆円程度→27～30兆円)
2003.10.10	日銀当座預金増額 (27～30兆円程度→27～32兆円)
2004.1.20	日銀当座預金増額 (27～32兆円程度→30～35兆円)
2006.3.9	操作目標を無単コール翌日物金利へ (0%) (「量的緩和政策」解除, 「ゼロ金利政策」に移行)
2006.7.14	無担保コール翌日物金利の上昇を促す (0→0.25%) (「ゼロ金利政策」の解除), 基準貸付利率を0.1→0.4%

(注) 影をつけた部分が金融引締め, それ以外は金融緩和。

(資料) 日本銀行『日本銀行月報』各号などより作成。

である。もっとも、②が表明されたのは、政策発動が決定された（2月12日）後2ヵ月を経た、同年4月の総裁定例記者会見（13日）においてであった²⁶。これはいわゆる政策のコミットメントであり、量的緩和政策においては、さらにはっきりした形で取り入れられることになった。

ゼロ金利政策が後述の量的緩和政策と異なるのは、無短コール翌日物金利を操作目標とする従来の政策手法の範囲内で、誘導目標をゼロにした点である。が、従来と違って、市中銀行が日銀に持つ準備預金に超過準備が発生し、金融調節実務上、準備預金の積み進捗ペースが無意味となるなど、事実上量的緩和策が持つ諸特徴を備えていた。

量的緩和政策

日銀は2000年8月にゼロ金利政策を解除し、コール金利は0.25%に引き上げられた。しかし、景気情勢を背景に、2001年3月に再び0%に引き下げる政策を採用することになった²⁷。この時は、金融政策の操作目標をこれまでの無担保コール翌日物金利に置くことをやめ日銀当座預金残高に移す、という金融政策手法上の大転換を伴っていた。ここに、日銀は、史上初めて量的緩和政策の採用に踏み切ったのである。

量的緩和政策の骨子は、

- ①金融政策の操作目標を無担保コール翌日物から日銀当座預金残高に変更する
- ②その残高を、直近の4兆円から5兆円程度に増額する（この結果、翌日物は通常ゼロ%近辺で推移すると想定される）
- ③日銀当座預金残高を増額する手段として、長期国債の買い入れ額を増額する（ただし銀行券発行残高を上限とする）
- ④この金融調節を消費者物価指数（生鮮食品を除く）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで続ける

である²⁸。②については、その後操作目標としての日銀当座預金残高は7

回（テクニカルな変更を含めると8回）にわたって増額され、2004年には30～35兆円とされた（図表2）。③の買い入れ額とは、長期国債の買い切りオペ（アウトライト・オペ）の額であるが、それまでの月額4000億円が、とりあえず6000億円に増やされ、さらに段階的に増額されて2002年には1兆2000億円まで達した。④は、政策に関するコミットメントであり、ゼロ金利政策におけるそれよりも、さらに具体的な数値に踏み込んで約束を行うものとなった。

並行して行われた金融緩和措置

以上の2つの「異例の」金融緩和の枠組みに並行してとられた金融緩和措置としては、以下のものがある。

(1) 伝統的オペの範囲内におけるオペ対象資産、オファー先などの拡大
ゼロ金利政策がとられている間に、①短期国債アウトライトオペの導入、②レポオペ対象銘柄の拡大、③オペのオファー先の拡大が行われた（いずれも1999年10月13日）。また、量的緩和政策がとられるようになってから、①手形オペ頻度引き上げ（2001年12月19日）、②適格担保の拡大（検討開始2002年2月28日）などが行われた。

(2) 銀行保有株の買取り

日銀が、株式買取を希望する銀行から、それが保有する株式のうち格付けなど一定の基準を満たすものを買取ることとした（2002年9月18日）。買入れを行う期間は最大2年、総額3兆円を限度とした。

(3) 資産担保証券の買い入れ

オペ対象としては、「非伝統的」と考えられていた金融資産である資産担保証券（ABS）、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の買い入れオペが、実施されることになった（2004年1月20日）。

2 日銀は何を行い何を行わなかったか

日銀が実際に行った金融緩和政策は、以上のとおりである。これを第1章のゼロ金利制約下における追加的金融緩和政策の6つのエレメントと照合したときに、日銀はこの間、どの政策を行い、また行わなかったのだろうか。

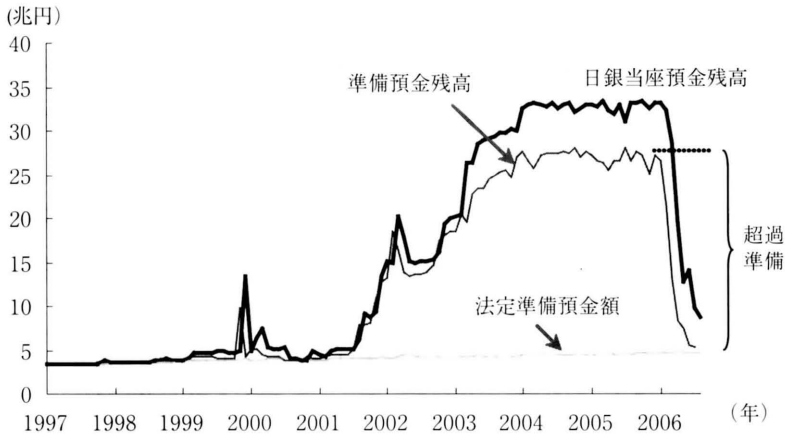
量的緩和政策における解除時期のコミットメント

量的緩和政策における解除時期のコミットメント、すなわち「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする」という文言（同政策骨子の④）は、どのように評価できるのであろうか。これを以って、「日銀は事実上インフレ目標政策に踏み込んでいる」という解釈も、一部にみられた。

しかし、第1章での整理に沿って言えば、このコミットメントはA-1の政策に当たるが、B-1には該当しない、と断言していいだろう。確かに、消費者物価上昇率が「ゼロ%以上となるまで」続けるといっているのだから、デフレの克服＝インフレの喚起が目標になっているようにも見える。しかし、B-1政策の眼目は、日銀が、通常であれば金利引き上げが適切な情勢になっても金利を上げないという約束をすること、それによってインフレ抑制に無責任になることである。これに照らした時、消費者物価上昇率が「ゼロ%以上となるまで」という程度の約束では、到底日銀がインフレ抑制に無責任になっているとはいえないであろう。Krugman [1998 a] 提案のように「4%を15年間」程度の目標が提示されない限り、インフレ期待は動き出さないからである（この議論の詳細は、第1章3、第2章3の論点6を参照）。

ただし、A-1としての役割、すなわち（名目）長期金利を低下させる効果は十分に発揮したと思われる。デフレが強まれば、消費者物価上昇率

図表3 日銀の「量的緩和政策」



(注) 日銀当座預金残高と準備預金残高の差額は、準備預金非適用先の日銀当座預金であり、証券会社、証券金融会社、短資会社などによるもの。

(資料) 日本銀行資料より作成。

が「ゼロ%以上となる」時期が遠のくから、それだけ将来の短期金利がゼロ%を継続すると予想される期間が長くなって長期金利も低下する。その点、デフレが強まると自動的に金融緩和が強化される作用がビルトインされていたともいえる。

もっとも、逆にデフレの傾向が弱まれば、長期金利は上昇するから、その時点でインフレ抑制的な効果がもたらされる。ということは、B-1が狙う人為的インフレは、この政策では狙えないことになる。それを狙うには、日銀がインフレ抑制に無責任になると誰もが思うコミットメントが必要である。この量的緩和時のそれは、そのような性格のものではなかった、といわざるをえない。

なお、ゼロ金利政策におけるコミットメントは、量的緩和政策時よりもさらに弱い約束であったが、ほぼ以上と同じように評価できよう。

量的緩和政策における長期国債買い切りの増額と日銀当座預金残高の増額

量的緩和政策における長期国債買い切りの増額（骨子の③）は、まず A-2 の、日銀による特定資産の買い入れに相当する。それにより、長期金利の低下がはかられたのだと考えていいだろう。しかし、B-2 のように、日銀のバランスシートの悪化を通して、インフレの喚起を狙ったものでないのは明らかだろう。

一方、量的緩和政策において、30～35兆円まで日銀当座預金残高の増額が行われたの（骨子の②）は、A-3 に該当する。しかし、こうしたベースマネーの増加に対し、この間マネーサプライは増えていないから、期待されたポートフォリオ・リバランス効果は目に見えては作用しなかったといえよう。つまり、信用創造が行われないから預金も増えず、その一定割合としての法定準備額も増えないという状況のなか、巨額の超過準備が積み上がる結果となった（図表3）。

しかし、この政策は、市中銀行に大量の超過準備を発生させて、その資金繰り（流動性の確保）を容易にした点で、プルーデンス（信用秩序維持）政策の性格を強く持つものであった。

資産担保証券の買い入れと銀行保有株式の買取り

量的緩和政策と平行して行われた政策のうち、注目すべきは、第1に、従来非伝統的オペと考えられていた資産担保証券（ABS）、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）の買い入れオペの実施であり、第2に、同じくリスク資産である銀行保有株の買取りである。

第1に、資産担保証券（ABS）、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）は、オペ対象としては「非伝統的な」金融資産と考えられていただけに、B-2 の可能性をはらむ政策である。しかし、日銀がインフレの喚起を目論んだのであれば、このようなオペの実施と同時に、そのことを積極的に市場にアナウンスする（場合によってはインフレ目標を設定する）のが、合理的である。しかし、日銀はそのような手段を講じていない。

したがって、この政策を B-2 とみなすことは適切ではない。

むしろ日銀は、この政策を決定したときのステートメント（2003年6月11日）で、「わが国の金融機関の信用仲介機能が万全とはいえない現状において」、「中央銀行が民間の信用リスクを直接負担すること」を通じて、「企業金融の円滑化に貢献する効果」が期待されるとしている。これは、企業金融の円滑化を通して、プルーデンス政策としての役割を果たすことが強く期待されていたことを示している。この時期は、りそなホールディングズの危機で、日経平均株価が7000円台まで低下した直後であり、こうした措置が株式市場の安定化に対しても大きな意味を持った。

この政策は、A-2の意味合いを持つといえるが、以上のような意味においては、それよりも（それを通して）、プルーデンス政策としての意味を強く持ったといえる。

第2に、日銀による銀行保有株の買取りは、B-2であった可能性も高い。しかし、そもそも同政策は金融政策決定会合における決定ではなく、政策委員会の通常会合において行われた決定であった。つまり、実質はともかく、少なくとも表面的には、マネタリー政策ではなく、プルーデンス政策の一環として採られたものであることが明らかだ。

また、この政策が決定されたときのステートメント（2002年9月18日）によれば、「金融機関保有株式の価格変動リスクが、金融機関経営の大きな不安定要因となっている」ことに鑑み、「金融システムの安定を確保」し「金融機関が不良債権問題の克服に着実に取り組める環境を整備する」ために、行われたものである。つまり、日銀によって、プルーデンス政策としてはっきりと位置づけられている。やはり、同政策を B-2 とみるのにも無理があるだろう。

もっとも、この政策は、非伝統的金融政策の可能性が取り沙汰されるなかで出されただけに、市場には「ついに日銀が非伝統的金融政策に一步を踏み出した」といった受け止め方もみられた。したがって、そのような期

待、つまり日銀がインフレ抑制に無責任になるといった期待を、一部に抱かせた（好感された）可能性は否定できないし、日銀もそのような受け止め方を敢えて強い態度で打ち消す、ということをしなかったのも事実である（その意味では「未必の故意」といえなくもない）。

以上をまとめると、次のようになろう。日銀はこの間、**タイプ A**の金融政策、すなわち短期金利がゼロ％に達した時点において、何とか長期金利をさらに低下させる政策をすべて行った。**タイプ A**の金融政策の遂行は、その効果を発揮すると同時に、企業金融の円滑化を通して、ブルーデンス政策としての役割をも果たすことにもなった。が、日銀は、結局**タイプ B**の金融政策、すなわち人為的インフレ政策には踏み込まなかった。一部に、量的緩和政策における解除時期のコミットメントによる「時間軸効果」を、実質的なインフレ目標政策の採用であると捉える向きがあるが、そのような捉え方は誤りである。

終章 ゼロ金利制約下における金融政策の評価

最後に、ゼロ金利制約下における日銀の金融政策に、評価を与えておこう。

1 効果に関する評価

この時期に採られたいくつかの政策を総括すれば、第3章で見たように、日銀は**タイプ A**の政策を行い、**タイプ B**の政策（人為的インフレ策）は行わなかった。

そもそも、量的緩和政策は、ベースマネーを増やしてもマネーサプライが増えないという限界に突き当たっていた。その中で、**タイプ A**政策が実施されたが、A-2、A-3は効果があったかどうかうたがわしい。し

かし、時間軸効果（A-1）はそれなりに作用する余地があったと考えられる。また、とりわけ、量的緩和政策によるバランスシートの拡大（A-3）や、ABS オペおよび ABCP オペ（A-2）、そして日銀による銀行保有株の買入れが、金融システムの安定に寄与し、プルーデンス政策として作用したと考えられる。

以上の点は、鶴飼 [2006] が行った、さまざまな実証研究のサーベイの結果と整合的である。それによると、時間軸効果（A-1）は明確に確認されているが、それ以外の（本稿でいう）タイプ A 政策については結果が分かれており、効果があったとする分析においても、その強度は時間軸効果ほどではない。さらに、量的緩和政策に、「金融機関の資金繰り不安を回避する効果が検出された」（p39）としているから、信用秩序維持の効果も認められている。また、このサーベイでは（そもそも本稿のように政策をタイプ A とタイプ B に分けていないが）、この間に採られた政策にインフレ率を押し上げる効果があったとの実証結果を示す研究はなかったとしている。これも、日銀がタイプ B に踏み込まなかったことと整合的であるといえよう。

総じて言えば、この時期の日銀の金融政策は、限られた景気浮揚効果と、信用秩序維持の効果を持ったといえる。

2 伝統的金融政策の枠内を大きく逸脱しなかったことの評価

日銀がタイプ B の金融政策に踏み込まなかったこと、すなわち伝統的金融政策の枠内を大きく逸脱しなかったことを、どのように評価するべきだろうか。

タイプ B の政策が実効性を持つには、第 1 章 3 で詳しくみたように、いずれにしても日銀の信認の徹底的な失墜が必要である。ゆえに、この政策を選択した場合、いったん高率のインフレが起きてしばらく抑制できないリスクが高い。

したがって、この政策に踏み込むかどうかは、そのような副作用のリスクの大きさおよび再びインフレを沈静化させるコストの大きさと、当時のデフレの状況の深刻度を比較考量した結果決定されるべきであろう。当時の経済状況を降り返ると、いわゆるデフレスパイラルに陥り、物価の下落と所得の減少がとめどなく続いて行く、という状況からは程遠かったといえる。アメリカの大恐慌時に25%といわれた失業率は、今回の平成不況時の最高で5.5%であった（2002年8月、03年1月）。

その後、アメリカや中国経済、すなわち外需の好調に支えられて企業収益が改善し、設備投資も盛り上がったことから、日本経済はゆるやかながらも持続的に成長した。同時に、不良債権問題とその裏側にある企業の過剰債務も解消に向かった。その結果、日銀が人為的インフレ政策を採用することなく、日本経済は2006年になってデフレを脱却することができた。

人為的インフレ政策の副作用の大きさと、今回のデフレの深刻度とを比較考量したとき、日銀がこの政策に踏み込まなかったのは「正解」であったといえる。

参考文献

- Bank of England, The Monetary Policy Committee [1999] *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*.
- Bernanke, Ben S. and Vincent Reinhart R. [2004] "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates," *American Economic Review*, Vol.94, No.2 pp.85-90.
- Eggertsson, Gauti and Michael Woodford [2003] "The Zero Bound on Interest Rate and Optimal Monetary Policy" *Brookings Papers on Economic Activity* 1
- European Central Bank [2001] *The Monetary Policy of ECB*.
- Federal Reserve Board [1994] *Purposes & Functions*.
- Goodfriend, M. [2000] "Overcoming the Zero Bound Interest Rate Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.33, No.4, Part2, November.
- Krugman, Paul [1998a] "It's Baaack! Japans slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity* 2
- [1998b] "Future Notes no Japan's Liquidity Trap,"

- [1999] “Japan Still Traped,”
- [2000] “Thinking About the Liquidity Trap,” *Journal of the Japanese and International Economics*, Vol.14, No.4, pp.221-237
- Reifschneider, David & John C. Williams [2000] “Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.33, No.4, Part2, November.
- Woodford [1999] “Commentary, How Should Monetary Policy be Conclude in an Era of Price Stability?” Remarks made at symposium at the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.
- バーナンキ, ベン [2004], 『リフレと金融政策』(高橋洋一訳) 日本経済新聞社
- 池尾和人 [2004], 『銀行はなぜ変わらないか』 中央公論新社
- 伊藤隆敏・林伴子 [2006], 『インフレ目標と金融政策』 東洋経済新報社
- 伊東光晴 [2006] 『現代に生きるケインズ』 岩波新書
- 伊藤元重 [2003], 『経済学的に考える』 日本経済新聞社
- 岩田規久男 [2000a], 『ゼロ金利の経済学』 ダイアモンド社
- [2000b], 「長期国債買い切りオペを増額すべき」 岩田編『金融政策の論点』 東洋経済新報社
- 編 [2000], 『金融政策の論点』 東洋経済新報社
- [2001], 『デフレの経済学』 東洋経済新報社
- 編 [2003], 『まずデフレを止めよ』 日本経済新聞社
- 編著 [2004], 『昭和恐慌の研究』 東洋経済新報社
- 植田和男 [2001], 「流動性の罫と金融政策」 日本金融学会における講演 (10月3日)
- [2006], 『ゼロ金利との闘い 日銀の金融政策を総括する』 日本経済新聞社
- 鶴飼博史 [2006], 「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No. 06-J-14
- 岡田靖 [2003], 「デフレはどれぐらい日本経済を蝕んでいるのか」 岩田編著『まずデフレをとめよ』 日本経済新聞社
- 翁邦雄・白塚重典 [2000], 「非不胎化介入論の「錯覚」」 『金融政策の論点』 東洋経済新報社
- 香西泰・白川方明・白塚重典 [2001] 『バブルと金融政策——日本の経験と教訓』 日本経済新聞社
- 小菅信彦 [2003], 『日本はデフレではない インフレ目標論批判』 ダイアモンド社
- 小宮隆太郎 [2000a], 「百鬼夜行の為替・金融政策論議を正す」 『金融政策の論点』 東洋経済新報社

- [2000b], 「見当はずれの日銀バッシング」『金融政策の論点』東洋経済新報社
- [2002], 「日銀批判の論点の検討」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- ・日本経済研究センター編 [2002], 『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- 斉藤誠 [2002], 『先を見よ, 今を生きよ 市場と政策の経済学』日本評論社
- 作間逸雄・野口旭・田中隆之・石原秀彦・原田博夫・五十嵐敬喜・若田部昌澄 [2004] 「インフレターゲットの効果とリスク」『専修経済学論集』第39巻第1号
- 白川方明 [2002a], 「量的緩和」採用後一年間の経験」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- [2002b], 「金融政策をめぐる建設的な論争のために」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- 新保生二 [2002], 「デフレをもたらしたのは構造要因か, 金融政策か」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- 田中隆之 [2002] 『現代日本経済 バブルとポスト・バブルの軌跡』日本評論社
- [2003] 「「肩代わり」させられた財政金融政策」『週刊 エコノミスト』Vol. 81 No. 13, 毎日新聞社
- [2004] 「インフレターゲットをめぐる諸論点」『専修経済学論集』第39巻第1号
- 野口旭 [2003] 「構造問題とデフレーション」岩田編著『まずデフレをとめよ』日本経済新聞社
- 林伴子 [2003], 『インフレターゲットと財政再建ルール』日本評論社
- 浜田宏一 [2000] 「日銀の不胎化政策は間違っている」岩田編『金融政策の論点』東洋経済新報社
- 深尾光洋 [2002], 「デフレ, 不良債権問題と金融政策」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- ・吉川洋編 [2000], 『ゼロ金利と日本経済』日本経済新聞社
- ・日本経済研究センター [2000], 『金融不況の実証分析』日本経済新聞社
- 三木谷良一・ポーゼン, アダム S. [2001], 『日本の金融危機』東洋経済新報社
- 吉川洋 [2000], 「デフレと金融政策」小宮・日本経済研究センター編『金融政策論争の争点 日銀批判とその反論』日本経済新聞社
- [2000], 『マクロ経済学 第2版』岩波書店
- 渡辺努 [2000], 「流動性のわなとインフレターゲット」吉川洋+通商産業研究所編集委員会編著『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社

注

- 1 ここでは、岩田 [1999] (第9章)を参考にしたが、ほぼ同様の記述はすでに岩田 [1993] (第8章)にもみられる。これは、後述のように、白川 [2002] p161の記述とも、基本的に同じだと思われる。そして、その点で、IS-LM分析的な金融政策効果の説明に不具合があることについては、後にみる論争で対立する双方の立場を超えてほぼコンセンサスが得られているとみていい。
- 2 ただし、日銀は、1ヶ月の積み期間の積数としては日銀当座預金を所用準備額トントンに(＝受動的に)供給する。だが、1ヶ月の期間内で早めに当座預金を供給する(＝国債・手形を買う)と、市中銀行は積み立てスケジュール上資金をとり急がず、また市中銀行が金利低下(国債・手形価格は上昇)のシグナルと受取り、国債・手形を売り急がないので、結果として金利は低下(国債・手形価格は上昇)する。したがって、1ヶ月の積立期間内の積数として、準備は増えないが、金利が低下する。その影響が②、③に及び、マネーサプライ(＝貨幣≡預金)が増加すれば、翌積立期間において所用準備額が増え、日銀はそれに対し準備を積数としてトントンに供給するので、結果的に当該積立期間から翌積立期間にかけて準備は増加することになる。
- 3 金利の期間構造に関する期待仮説によれば、長期金利は現在の短期金利と将来の予想短期金利の幾何平均となるから、現在の短期金利が将来の短期金利の予想のどちらか、または双方が低下すれば、長期金利は低下する。また、機関投資家は、CDや短期大口定期預金などの金利が下がれば、それ売ってより高い利回りが得られる長期国債や社債に乗り換えるため、それらの価格は上昇し、長期金利が低下する。
- 4 銀行が貸出(＝信用創造)を行う時、貸出先の預金口座に貸出相当額が入金される。つまり、預金というマネーサプライが増加する。銀行はこの預金に所用準備率(法定準備率)をかけた金額だけ日銀当座預金を増やさなければならない。そのため、貸出を増やした銀行は日銀当座預金を調達しなければならない。コール手形レートの低下は、この銀行の資金調達コストを低下させる。
- 5 同書 p161。
- 6 たとえば深尾 [2002] (p76)。
- 7 正確には幾何平均。
- 8 たとえば、小宮 [2002] は、岩田規久男氏が、「短期のマネタリーベース」と「長期のマネタリーベース」を区別し長期国債の買入れに意味があると主張したのに対し、そのような区分は意味がないと反論している (p250)。
- 9 Bernanke [2004] (p88) は、もう1つ「財政拡大予想チャネル」を挙げているが、これは後述するようにB-3に分類した方が適切である。
- 10 植田 [2006] (p82～84)によれば、Woodford [1999] が同じ政策を主張して

- り, Reifschneider & Williams [2000] もテーラー・ルールで金利をゼロにしてもいいような状況になってもしばらくゼロ金利を続ける, というやり方で「長期金利の低下が経済を刺激する」ことを説明しているという。さらに, Eggertsson & Woodford [2003] は, 同様な発想から, どこかでゼロ金利制約から解放されたそのときに, 金融政策は影響力を回復するので, そこで普段よりも緩和的な政策を採用することを前もって表明することで, 中長期金利への影響を通じて景気刺激効果を引き出す政策を主張している (そこでは, 物価水準ターゲティングが, いったんデフレ状態に経済が陥ると, 将来きわめて強い緩和策が採用されるという予想が生まれる点で, ベストかそれに近い政策であるとされる)。
- 11 この部分については, 単にレジームが変わったことが認識されればインフレが起る, といった乱暴な議論がされたこともあった。
 - 12 そうでないと「デフレから脱却できたときに, 日銀はベースマネーを急速に回収することが困難になる」(同 p73) からである。
 - 13 古典的な貨幣数量説が成り立つ世界といえる。
 - 14 この点は, 白川 [2002b] が指摘している (p470)。
 - 15 月次データを使って, 1974~90年, 91~2002年, 97~2002年の3つの時期についてベースマネーと1期前のマネーサプライで今期のマネーサプライを推計。後の2つの時期について, ベースマネーの「有意性と係数が小さくなってはいるが, 依然有意である」としている。
 - 16 小宮 [2002] は, 2001年3月以降の一時期において, 短期債現先オペに「札割れ」が続出し, 長期債買い切りオペが一回も「札割れ」を引き起していないことにつき, 「現在の日本の短期金融市場の仕組みでは, 長期国債の買い切りオペの金融政策上のメリットは, それによって確実にリザーブが供給できる, ということであろう」(p287) と述べているが, それは応札者の「妙味」すなわち一種の「隠れた補助金」で支えられているという解釈を示している (p288)。
 - 17 小宮 [2002] はさらに, 「そのような提案に多くの人が賛成し, 法律が簡単に成立するとは思われない。国会で賛成が得られそうにもないことと同じことを, 政治家たちが日銀に求めるのは無理というものである」と述べている (p290)。
 - 18 もっとも, 人為的インフレ反対派は, そもそも論点6で論じたように, コントロールされた形でのインフレ誘導が難しいから人為的インフレ策に反対であるのだから, 反対論を目的合理的に展開するのであれば, この点を論じる必要があったとは思われない。
 - 19 この説明は, 岩田 [2001] P52-64, 深尾 [2002] p26などに沿っている。
 - 20 たとえば, 野口 [2003] p113。
 - 21 岩田 [2001] 自身も, このようなケースで, メニュー・コストが存在する場合には, 価格が上がらない傾向があることを述べている (p124)。
 - 22 なお, 日銀は2006年8月以降, 統計等において, これまで用いられてきた「公

定歩合」の呼称を用いず、「基準貸付利率」と表記することにした。しかし、ここでは当時の呼称を尊重し「公定歩合」を使うことにした。

- 23 この間、公定歩合の引下げは、日銀のアナウンスメントによって明らかにされた。コール金利の引き下げは、当初、日銀がアナウンスメントを行わず、公定歩合の引下げに伴って低めに誘導されてきた。しかし、95年3月以降は、公定歩合引下げを伴わない無担コール翌日物金利のみの低め誘導につき、アナウンスメントも行われるようになった。
- 24 バブル崩壊後、公定歩合の引下げは12回行われた。コール金利単独の引下げは、4回行われている。2001年3月以降、量的緩和政策が始まり、日銀当座預金残高の増額が都合9回採られた（うち1回は公定歩合引下げと同時。また別の1回は、郵政公社発足にともなうテクニカルなもの）。以上、政策金利の引下げと量的緩和とを合わせると、今回の景気低迷期に、日銀による金融緩和のアクションは、都合24回発動されたている。これに対し、この間、金融を引締める方向への措置は、2回しか採られていない。94年8月のコールレート高め誘導（ただし、アナウンスメントされてない）と、2001年8月のゼロ金利政策解除である。
- 25 「当初0.15%を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々にいっそうの低下を促す」という決定が行われた。これは、市場に混乱さえなければゼロ金利を目標とする、ということ述べたものであることが、発表直後の速水総裁の記者会見からうかがわれる。曖昧な表現になったのは、前例がなかったために、本当に翌日物金利がゼロまで下がるものか、日銀にさえも見当がつかなかったためである。
- 26 この点は、その後ステートメントとしては、9月21日に正式に表明された。
- 27 この間、2月28日にコールレートを0.15%に、公定歩合を0.25%に引き下げたが、3月19日に量的緩和政策に踏み切ることになった。
- 28 この枠組み（特に①）を補完する制度としては、この決定に先立つ同年2月に創設された「ロンバート型貸出制度」（補完貸付制度）が重要である。これは、日銀が金融機関からの申し出に応じて自動的に公定歩合で資金供給を行う制度である。その額は、金融機関が日銀に差し入れている担保の範囲内に限定されるが、市場で資金需要が急激に高まった場合にも、金利の急騰を公定歩合の水準までに抑えることができる。操作目標を量的指標に移したために、コールレートが市場の変動に任されるようになったことに対応した措置といえる。